

Styret i målselskapets rolle ved fiendtlig oppkjøp

Om påvirkning av aksjeeiere og hvit ridder som forsvarstiltak



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 748
Leveringsfrist: 26.4.2010

Til sammen 17 778 ord

26.04.2010

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING.....</u>	<u>1</u>
1.1	Bakgrunn.....	1
1.2	Problemstilling.....	3
1.3	Avgrensninger.....	4
1.4	Definisjoner.....	5
1.5	Rettskilde bildet for oppgaven.....	5
1.6	Den videre fremstillingen.....	6
<u>2</u>	<u>STYRETS ROLLE I EN OPPKJØPSITUASJON</u>	<u>8</u>
2.1	Innledning	8
2.2	Likhetsprinsippet.....	10
2.2.1	Vphl.§ 5-14 første ledd	11
2.2.1.1	Personelle vilkår.....	12
2.2.1.2	Materielle vilkår	12
2.3	Myndighetsmisbruk.....	13
2.3.1	Generalklausulen - asal. § 6-28.....	14
2.3.1.1	Personelle vilkår.....	15
2.3.1.2	Materielle vilkår	16
<u>3</u>	<u>STYRETS MULIGHET FOR PÅVIRKNING AV AKSJEIEERE I EN OPPKJØPSITUASJON</u>	<u>18</u>
3.1	Innledning	18

3.2	Styrets plikt til å uttale seg om tilbudet	18
3.2.1	Krav til uttalelsens innhold	20
3.3	Uavhengig verdivurdering	23
4	<u>HVIT RIDDER.....</u>	<u>25</u>
4.1	Innledning	25
4.2	Vennligsinnet oppkjøp av eksisterende aksjer i markedet	26
4.2.1	Utbetaling av overkurs fra målselskapet til selgende aksjeeier.....	27
4.2.1.1	Forholdet til asal. § 3-6	28
4.2.1.2	Forholdet til asal. § 8-10	32
4.2.1.3	Forholdet til likhetsprinsippet og myndighetsmisbruk	36
4.2.2	Utbetaling av overkurs direkte til hvit ridder	39
4.3	Rettet emisjon mot hvit ridder	40
4.3.1	Forholdet til myndighetsmisbruk og likhetsprinsippet	45
4.4	Begrensninger etter at pliktig tilbud er fremsatt – vphl. § 6-17	49
4.4.1	Bakgrunnen for bestemmelsen.....	50
4.4.2	Forholdet til Takeoverdirektivet	51
4.4.3	Nærmere om innholdet i vphl. § 6-17	54
4.4.3.1	Bestemmelsens anvendelsesområde	54
4.4.3.2	Begrensningenes innhold	55
4.4.3.3	Vphl. § 6-17 annet ledd - Unntak fra begrensningene.....	56
4.4.3.4	Begrensningenes inntreden	60
4.4.3.5	Begrensningenes opphør	60
4.4.3.6	Personelle vilkår	61
5	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>63</u>
5.1	Lover	63
5.2	Forskrifter	63
5.3	Direktiver	63

5.4	Lovforarbeider.....	63
5.5	Rettspraksis.....	64
5.6	Trykket litteratur	64

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Fiendtlige oppkjøp av børsnoterte selskaper var lenge et ukjent begrep i Norge. I lang tid ble de fleste oppkjøp av børsnoterte selskaper gjennomført på bakgrunn av avtale med ledelsen i målselskapet og en anbefaling til aksjeeierne om å takke ja til tilbudet. Fiendtlige oppkjøp har imidlertid forekommet langt hyppigere på betydelige verdipapirmarkeder i den vestlige verden, som for eksempel Storbritannia og USA.¹ I tråd med økonomisk vekst og utviklingen på det norske verdipapirmarkedet ble fiendtlig oppkjøp for alvor introdusert i Norge på slutten av 1980-tallet.

For tiden er selskaper over hele verden i ferd med å slikke sårene etter finanskrisen som rammet verden i 2008. De omstruktureringer og endringer den førte med seg har i den siste tid medført en økning i fiendtlige oppkjøp på verdensbasis. Som følge av finanskrisen ble en rekke selskaper tvunget til å kutte kostnader for å overleve, samt å sikre tilgangen på kontanter på grunn av den manglende tilgangen på dette i kredittmarkedet. Nå som den generelle verdensøkonomien er på bedringens vei og kredittinstitusjonene igjen åpner slusene og låner ut kontanter til historiske lave rater er det en rekke selskaper som har tilgang på store mengder kontanter.² Dette sett i sammenheng med at det har skjedd en devaluering av en mengde selskaper på børser over hele verden gjør at selskaper med midler nå ser et potensial for å kjøpe gode selskaper til en billig penge. Det ble i november 2009 meldt om at over 10 % av alle fusjoner og oppkjøp av børsnoterte selskaper de siste 12 månedene på verdensbasis var av fiendtlig karakter.³

¹ Smith 1988 s 11

² Greenberg 2009

³ Ibid.

Målselskapets styre spiller en betydelig rolle i slike transaksjoner, og på denne bakgrunn er det av interesse å se nærmere på styrets rolle i oppkjøpssituasjoner, det rettslige rammeverk som regulerer disse prosessene og de virkemidler styret i målselskapet har for å motsette seg et oppkjøp.

Det kan være en rekke grunner til at styret i et selskap motsetter seg et oppkjøpsforsøk.

De kan mene at prisen som tilbys er for lav og at selskapets fremtidige avkastning således vil gi aksjeeierne et større utbytte, at oppkjøper vil lånefinansiere kjøpet av selskapet og at dette vil medføre at oppkjøper får så stor gjeldsbyrde at det vil ramme det nye konsernets økonomiske situasjon hardt og begrense deres handlefrihet, eller at styret rett og slett ikke har tro på oppkjøperens forretningsevner.⁴

Videre kan det hevdes at oppkjøper bare er ute etter å stykke opp og selge målselskapet bit for bit ("slakte") i håp om en rask gevinst. Styret i et selskap kan også iverksette forsvarstiltak i et forsøk på å øke budet på aksjene i selskapet og således øke fortjenesten til aksjeeierne ved et salg. Det kan spørres om de nevnte grunner er legitime tiltak, for å forhindre et oppkjøp. Svaret må bero på hvilke interesser som ligger til grunn for styrets beslutning. Som oppgaven vil vise vil interesseavveiningen i all hovedsak knytte seg til selskapets og aksjeeiernes interesser.

Ikke sjelden kan også andre og mer rent personlige interesser medføre at styret anser et oppkjøpsforsøk som fiendtlig. I en oppkjøpssituasjon vil ledelsen i målselskapet ofte føle at deres posisjoner og innflytelse er truet.⁵ Dette er ikke ubegrunnet da erververen av et selskap ofte søker å restrukturere målselskapet i et forsøk på å skape verdier. Hvis store deler av motivasjonen for å kjøpe målselskapet er å effektivisere driften vil den eksisterende ledelsen i målselskapet ofte være meget utsatt.

⁴ Bugge 2001 s 414

⁵ Boye 1998 s 145

Dette er imidlertid ikke en legitim interesse å beskytte ved hjelp av forsvarstiltak. Det følger av asal. § 6-12 og 6-13⁶ at forvaltningen av selskapet hører inn under styret. Men det rettslige hovedprinsipp er at selskapet skal fremme selskapets og dermed normalt også aksjeeiernes interesser, og at det er aksjeeierne som har øverste myndighet i selskapet og ikke styret.⁷

Dette innebærer at det vil kunne oppstå kryssende interesser mellom styret og aksjeeierne i en oppkjøpssituasjon. Av denne grunn følger det begrensninger i allmennaksjeloven, verdipapirhandelloven⁸ og børsloven⁹ som begrenser styrets mulighet til å iverksette forsvarstiltak mot fiendtlig oppkjøp. Formålet med begrensningene er å ivareta aksjeeiernes, selskapets og oppkjøperens interesser og forhindre at styret ivaretar egne interesser på deres bekostning.

1.2 Problemstilling

Oppgaven vil ta sikte på å utrede styret i målselskapets mulighet for påvirkning av aksjeeiere i en oppkjøpssituasjon og innhenting av hvit ridder som forsvarstiltak mot fiendtlig oppkjøp.

I de tilfeller der ledelsen i et selskap innser at en del av selskapets aksjeeiere er villig til å selge, og det er sannsynlig at kontrollen i selskapet vil bli overtatt, vil det som et mottiltak mot at en uinvitert oppkjøper får kontroll over selskapet kunne være en løsning å få en vennligsinnet tilbyder til å erverve kontroll over selskapet.¹⁰ Dette kan gjøres ved at den vennligsinnede tilbyder kjøper seg opp til full kontroll over selskapet eller kjøper seg opp slik at han innehar en mindre blokkerende aksjepost. Denne typen mottiltak kalles for "Hvit

⁶ Lov om allmennaksjeselskaper av 13. Juni 1997 nr. 45

⁷ Smith 1988 s 65

⁸ Lov om verdipapirhandel av 29. Juni 2007 nr. 75

⁹ Lov om regulerte markeder av 27. Juni 2007 nr. 74

¹⁰ Boye 1998 s 157-158

ridder” og ”blokkerende hvit ridder”.¹¹ Slike oppkjøpere vil i tråd med markedspraksis i det følgende bli benevnt ”hvit ridder”.

Styrets mulighet for påvirkning av aksjeeiere i en oppkjøpssituasjon og innhenting av hvit ridder vil først og fremst aktualiseres etter at et oppkjøpstilbud er fremsatt.

Omsetteligheten av selskapets aksjer, og de forsvarstiltakene mot fiendtlig oppkjøp som vil bli presentert, er i all hovedsak regulert av verdipapirhandelloven og allmennaksjeselskapsloven. De nevnte lover legger begrensninger på styret i målselskapets handlefrihet hva gjelder forsvarstiltak mot fiendtlig oppkjøp. Også eventuelle ulovfestede begrensninger vil bli behandlet.

Styrets handlinger vil også bli vurdert ut i fra retningslinjene som er nedfelt i Norsk anbefaling – eierstyring og selskapsledelse¹², der disse måtte være relevante.

1.3 Avgrensninger

Oppgaven vil være begrenset til å omfatte kun de tiltak mot oppkjøp som kan iverksettes av styret i målselskapet. Begrunnelsen for denne begrensningen ligger i de interessante muligheter og begrensninger som ligger hos styret ved oppkjøpssituasjoner, herunder også de kryssende interesser styret som sådan kan ha ovenfor selskapet og selskapets aksjeeiere. I tillegg kommer også hensynet til kreditorer, kontraktsparter og ansatte noe som gjør at det hele er et meget komplekst bilde som styret skal forsøke å balansere.

Oppgaven vil kun behandle oppkjøp av selskaper notert på Oslo børs og dette medfører at det kun er allmennaksjeselskaper som omfattes av oppgaven, jf. børsforskriften § 2-1.¹³ Videre vil ansvarsregler samt et eventuelt erstatningsansvar for styremedlemmer ovenfor selskapet, jf. asal. § 17-1, bli holdt utenfor.

¹¹ Boye 1998 s 157-158

¹² Norsk Anbefaling – Eierstyring og selskapsledelse

¹³ Forskrift om regulerte markeder av 29. Juni 2007 nr. 875

Reglene om tilbudsplikt vil bare bli presenter så langt det er nødvendig for oppgaven. Tilsvarende gjelder for presentasjonen av direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud av 21. mars 2004, ”Takeoverdirektivet”. Direktivet vil kun bli referert til der dette er relevant for presentasjonen av de norske bestemmelsene.

1.4 Definisjoner

Med oppkjøp menes at en fysisk eller juridisk person forsøker å kjøpe aksjer i målselskapet med mål om å oppnå kontroll¹⁴. For oppgavens vedkommende vil oppkjøp bli regnet som uinviterte oppkjøp, dvs. oppkjøp uten at det foreligger noe initiativ eller samspill fra styret i målselskapets side, eller eventuelt at oppkjøpet gjennomføres mot styrets vilje. Det er imidlertid ingen klar grense mellom såkalte ”fiendtlige” og ”vennlige” oppkjøp. Oppkjøp vil ikke være begrenset til de tilfeller der oppkjøperen forsøker å kjøpe alle aksjene i målselskapet, men vil også omfatte de tilfeller der oppkjøpet omfatter en mindre del av aksjene. Men for begge tilfeller vil målet om kontroll (eventuelt negativ kontroll¹⁵) i selskapet være grunnleggende.

Med målselskapet menes her et allmennaksjeselskap som er registrert på en autorisert markedsplass, og som er utsatt for et oppkjøp eller vil bli gjenstand for et oppkjøpsforsøk.

1.5 Rettskilde bildet for oppgaven

Den selskapsrettslige reguleringen av allmennaksjeselskaper følger i all hovedsak av allmennaksjeloven. Sentrale bestemmelser for oppgaven vil være asal. § 6-28, asal. § 3-6 og asal. § 8-10. Ved drøftelse av asal. § 6-28 vil også forarbeider og litteratur til asal. § 5-21 bli tatt i betraktning da disse bestemmelsene er innholdsmessig like.

¹⁴ Med kontroll menes her bestemmende innflytelse i selskapet. Dette oppnås i utgangspunktet ved erverv av mer enn 50 % av de stemmeberettigede aksjene i selskapet.

¹⁵ Med negativ kontroll menes her at man kan blokkere for endringer som krever kvalifisert flertall på generalforsamling. Dette oppnås i utgangspunktet ved erverv av 1/3 av de stemmeberettigede aksjene i selskapet.

En annen sentral lov i oppgaven er verdipapirhandelloven. Loven vil særlig være gjenstand for drøftelse i kapittel 2 og 4. Drøftelsene vil i all hovedsak rette seg mot enkelte bestemmelser i kap. 6 og likhetsprinsippet slik dette er uttalt i lovens § 5-14. Ved tolkningen av verdipapirhandelloven vil også Takoverdirektivet, være av betydning. Utformingen av en rekke av bestemmelsene i verdipapirhandelloven er et resultat av implementeringen av vedkommende direktiv, da særlig bestemmelsene i lovens kap. 6¹⁶

I tillegg til de lovpålagte påbud og forbud som styret i et allmennaksjeselskap er underlagt, følger det i tillegg enkelte ”skikk og bruk normer” som ikke medfører noen rettsvirkninger hvis de ikke blir overholdt. Slike normer omfattes av corporate governance-begrepet og er for Norges del nedfelt i ”Norsk anbefaling – eierstyring og selskapsledelse”. Formålet med anbefalingen er å bidra til at selskaper registrert på børsen i Norge skal ha en eierstyring og selskapsledelse som klargjør rolledelingen mellom aksjeeiere og styret ut over det som følger av lovgivningen.¹⁷ Anbefalingen legger føringer for styrets handlinger på en rekke områder, herunder ved oppkjøpssituasjoner og da særlig i forhold til det ansvar styret har for å ivareta aksjeeiernes interesser. Oslo Børs krever at selskaper som søker notering skal bekrefte at de følger anbefalingen og må begrunne eventuelle avvik. Videre krever børsen at de noterte selskaper redegjør for selskapets eierstyring og ledelse i årsrapporten. For oppgavens vedkommende vil anbefalingen i all hovedsak ikke bidra selvstendig ut over de rettslige reguleringer som allerede foreligger og den vil derfor kun bli referert til i de tilfeller den har en utdypende effekt.

1.6 Den videre fremstillingen

Oppgaven vil innledningsvis i kap. 2 ta for seg den rolle styret har som forvalter av et allmennaksjeselskap herunder de hensyn og interesser styret er satt til å ivareta i en oppkjøpssituasjon. Videre i kapittelet vil det grunnleggende prinsipp om likebehandling og forbudet mot myndighetsmisbruk presenteres. Disse prinsippene presenteres her fordi de vil

¹⁶ Norges forpliktelser ovenfor EU direktiver følger av EØS-loven § 1. Implementering av direktivet som følge av stortingsvedtak, St.prp. nr. 32

¹⁷ Norsk Anbefaling s 6

relatere seg til, og danne en nedre terskel for, alle styrets handlinger. Det vil kun bli foretatt en generell fremstilling av prinsippene i kap. 2, slik at den betydning de får for problemstillingen i oppgaven og de enkelte tilfeller vil bli drøftet fortløpende der det aktualiserer seg i kapittel 3 og 4.

I kapittel 3 vil fremstillingen ta for seg styrets mulighet til å påvirke aksjeeierne i en oppkjøpssituasjon og i kapittel 4 mulighetene for styret til å søke såkalte hvit riddere i oppkjøpssituasjoner.

2 Styrets rolle i en oppkjøpssituasjon

2.1 Innledning

Etter asal. § 6-12 er det styret som har hovedansvaret for forvaltningen av selskapet. Dette medfører at styret som utgangspunkt, med mindre noe annet følger av lov, kan treffe avgjørelser i alle typer saker uten at de må forelegges for generalforsamlingen. Videre skal styret gjennom forvaltningen av selskapet fremme selskapets interesse.

Plikten til å fremme selskapets interesser kan utledes av generalklausulen om myndighetsmisbruk i asal. § 6-28.¹⁸ Her fremkommer det at styret ikke skal gi noen en fordel på selskapets bekostning, altså noe som vil krenke selskapets interesser. Tilsvarende følger også av lovens forarbeider.¹⁹ Forarbeidene vektlegger at *”styret er tillitsvalgte som handler for sin oppdragsgiver”*, nemlig selskapet. Videre heter det at en *”lojalitetsplikt for styret til å ivareta selskapets interesse kan utledes fra den alminnelige regel om at styret som andre oppdragstakere skal ivareta oppdragsgiverens interesser”* under utførelsen av det arbeid det er satt til og gjøre.²⁰

Hva som omfattes av selskapsinteressen er imidlertid ikke så lett å fastslå, og spørsmålet er gjenstand for en regelmessig diskusjon i det juridiske fagmiljøet. Diskusjonene knytter seg i all hovedsak til hvilke aktører som kan trekkes inn. I juridisk teori er det argumentert for at uttrykket må favne vidt slik at også kreditorer, ansatte, kontraktsparter og også et samfunnsmessig ansvar og hensyn må omfattes.²¹ Det er imidlertid også hevdet at de nevnte aktører i all hovedsak er ment beskyttet gjennom andre regelsett enn selskapsretten og at uttrykket derfor må omfatte en langt snevrere krets.²²

¹⁸ Andenæs 2006 s 358

¹⁹ Ot. prp. nr. 23 (1996-97) s 71

²⁰ Ibid.

²¹ Bla. Smith 1988 s 65 og Aarum 2002 s 35

²² Truyen 2004b

En gruppe aktører som imidlertid med sikkerhet må sies å være en del av selskapsinteressen er aksjeeierne. Et av formålene ved stiftelsen av et allmennaksjeselskap vil ofte være å generere et overskudd og gi en positiv økonomisk avkastning til sine eiere. På denne måten kan man si at som en del av selskapsinteressen foreligger et vinningsformål. Selv om det er et mål i seg selv for selskapet at de genererer økonomisk avkastning er dette i all hovedsak også i aksjeeiernes interesse.²³ Selskapet må derfor kunne sies å skulle ivareta hensynet til aksjeeierne. En slik plikt er likeledes fastslått i forarbeidene til den tidligere aksjeloven fra 1976.²⁴ Her slås det fast at *”styret og andre som opptrer på vegne av selskapet skal søke å fremme aksjeeiernes interesser”*.

I de fleste tilfeller vil aksjeeiernes og selskapets interesse være sammenfallende. I en oppkjøpssituasjon vil det imidlertid kunne være at selskapets interesse i å bestå som et selskap som genererer overskudd, ikke nødvendigvis er sammenfallende med aksjeeiernes interesser, der de f. eks. har et kortsiktig perspektiv og et ønske om hurtig avkastning på sin investering. Rt. 2000 s 2033 gjaldt spørsmål om utgifter til finansiell rådgivning måtte omfattes av utbytte-reglene i aksjeloven fordi rådgivningen var i aksjeeiernes interesse eller om tilfellet falt utenfor fordi det var i selskapets interesse som sådant. Retten kom til at utgiftene var pådratt i et forsøk på å ivareta interessene til selskapet som sådant i å overleve og fortsette som juridisk person under så gode forhold som mulig.²⁵ Det måtte for dette formål kunne pådra seg utgifter, selv om formålet også ville komme aksjeeierne til gode.²⁶ Dommen illustrerer at det kan foreligge et skille mellom selskapets interesse og aksjeeiernes interesser.

Ved et slikt skille kan det oppstå interessekonflikter, og styret står dermed ovenfor en situasjon hvor de er forpliktet til å ivareta og balansere to ulike legitime interesser. Også

²³ Lund 2004 s 482

²⁴ Innst. 1970 s 123

²⁵ Rt. 2000 s 2033 s 2039

²⁶ Ibid.

andre og mindre legitime interesser kan komme inn og påvirke beslutninger i en oppkjøpssituasjon, for eksempel styrets egeninteresse i å beholde sin stilling i selskapet.

I selskapsretten og verdipapirretten følger det derfor en rekke bestemmelser som er ment å ivareta hensynet til aksjeeierne og selskapet, samt å regulere forholdet mellom disse, herunder ved å forhindre at beslutninger i oppkjøpssituasjoner begrunnes i utenforliggende og ikke legitime hensyn. I tillegg til slike enkeltbestemmelser er det særlig to hovedprinsipper som er av avgjørende betydning; henholdsvis prinsippet om likebehandling og forbudet mot myndighetsmisbruk.

2.2 Likhetsprinsippet

Asal. § 4-1 første ledd første punktum slår fast at ”*alle aksjer gir lik rett i selskapet*”. Bestemmelsen gir uttrykk for det såkalte likhetsprinsippet som gjelder for aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Dette betyr at aksjeeiere i samme faktiske situasjon skal behandles likt ved at de sikres lik adgang til å nyte godt av selskapets virksomhet gjennom den verdi aksjene har og det utbytte den gir rett til.²⁷ Skal det foretas en forskjellsbehandling av aksjeeierne ut over det som kan fastsettes i vedtektene eller som følger av lov, kreves samtykke fra de som forfordes.

Prinsippet om likebehandling er primært et spørsmål om minoritetsvern.²⁸

Prinsippet er imidlertid ikke til hinder for at majoritetsaksjonærer oppnår sine preferanser i forhold til minoritetsaksjonærene. Som følge av aksjepostens størrelse, og dermed også en majoritet av stemmene, kan en majoritetsaksjonær helt uavhengig av likhetsprinsippet ha kontroll i selskapet gjennom generalforsamlingen og stemme de personer vedkommende måtte ønske inn i styret. Likhetsprinsippet kommer imidlertid inn der virkningene av disse handlingene, og det valgte styrets forvaltning av selskapet, medfører forskjellsbehandling av aksjeeierne (ofte på bekostning av minoritetsaksjonærene), og misbruk av myndighet.

²⁷ Woxholth 2010 s 70

²⁸ Truyen 2004a s 584

Asal. § 4-1 gir imidlertid bare uttrykk for et formelt likhetsprinsipp, og må derfor sees i sammenheng med bestemmelsene om myndighetsmisbruk som gir uttrykk for et materielt likhetsprinsipp.²⁹ Dette gjelder i all hovedsak generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28, og vphl. § 5-14. For allmennaksjeselskaper registret på børs er det i all hovedsak vphl. § 5-14 første ledd som vil være grunnlaget for den materielle vurderingen av likhetsprinsippet. Likhetsprinsippet er imidlertid ikke absolutt. Det er den usaklige forskjellsbehandlingen av aksjeeiere det er ment å være til hinder for. Selskapet vil etter omstendighetene være berettiget til å fravike likhetsprinsippet der selskapets og aksjeeiernes interesse taler for det, og en slik avgjørelse vil bero på en konkret og skjønnsmessig avveining mellom selskapets og aksjeeiernes interesser og hensynet til de øvrige aksjeeierne.³⁰

2.2.1 Vphl. § 5-14 første ledd

Vphl. § 5-14 fastsetter et krav om likebehandling for aksjeeiere i selskaper registrert på børsen.

”Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.”

I tillegg til at bestemmelsen har et moralsk aspekt om å motvirke usaklig forskjellsbehandling, har minoritetsvernet gjennom likhetsprinsippet først og fremst en funksjon som investorbeskyttelse.³¹ Hensynet bak bestemmelsen er å legge til rette for et effektivt kapitalmarked gjennom en etablering av et funksjonelt minoritetsvern.³² Et fungerende minoritetsvern vil gjøre det mer attraktivt å investere i minoritetsposter uten

²⁹ NOU 1992:29 s 92

³⁰ Andenæs 2006 s 134

³¹ Truyen 2004a s 584

³² Ibid.

frykt for å bli overkjørt og forskjellsbehandlet. Dette vil igjen gjøre det enklere for selskaper å få tilgang på kapital, og således legge til rette for økonomisk vekst.

2.2.1.1 Personelle vilkår

I bestemmelsen heter det at "*utsteder*" av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne. Det er altså selskapet som må sørge for at aksjeeierne likebehandles, og som må stilles til ansvar hvis disposisjoner fra selskapet medfører brudd på likebehandlingsplikten. Det følger imidlertid ingen nærmere forklaring i loven eller forarbeider på hva som ligger i uttrykket "*utsteder*". Bestemmelsens første ledd sett i sammenheng med andre ledd og hensynet bak taler for at uttrykket omfatter, i likhet med andre ledd, utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte, således alle organer i selskapet med beslutningsmyndighet.

De som er beskyttet etter bestemmelsen, rettighetssubjektene, er "*innehaverne*" av de finansielle instrumentene som er utstedt av selskapet. Etter ordlyden må altså utgangspunktet være at alle aksjeeierne skal behandles likt av selskapet. Dette utgangspunktet kan imidlertid fravikes for de tilfeller det foreligger flere aksjeklasser etter asal. § 4-1 uten at dette bryter med likhetsprinsippet i bestemmelsen. Hva som utgjør forskjellene på aksjeklassene må følge av vedtektene, og hvor langt en forskjellsbehandling kan gå må dermed klargjøres gjennom en tolkning av disse.

2.2.1.2 Materielle vilkår

Det sentrale i bestemmelsen er altså at utstederne av de finansielle instrumentene skal likebehandle innehaverne, og ikke utsette dem for forskjellsbehandling.

Hva som ligger i forskjellsbehandling er relativt klart. Uttrykket, sett i sammenheng med uttalelsen om at selskapet skal "*likebehandle*" innehaverne, må tas til inntekt for at det sentrale er at selskapet i utgangspunktet gir innehaverne like muligheter som aksjeeiere. At det da foreligger individuelle forhold hos den enkelte som gjør at den faktiske utnyttelsen av muligheten ikke er lik, kan ikke være avgjørende.

Som bestemmelsen viser er det et krav om at tiltaket må være i begge parter interesse. Et tiltak som bare er i selskapets interesse, men ikke i aksjeeiernes vil således være i strid med bestemmelsen. Hva som er selskapets og aksjeeiernes felles interesse er imidlertid ikke alltid like lett å fastslå. Som nevnt vil selskapsinteressen og aksjeeiernes interesse i mange tilfeller være sammenfallende, og i all hovedsak knytte seg til formålet om at selskapet skal ha et langsiktig perspektiv om å generere et overskudd som kan komme aksjeeierne til gode. Man taler altså om et slags felles vinningsformål.³³ Men selv om man da står igjen med et utgangspunkt i den langsiktige aksjeeiers interesser, vil det ikke si at man kan sette til side de ”kortsiktige” aksjeeiernes interesser. Det må i tilfellet foretas en konkret vurdering, i hvilken grad beslutningen fra styret er egnet og nødvendig for å fremme vinningsformålet, med en rimelig avveining mellom de forskjellige fraksjonenes interesser.³⁴

2.3 Myndighetsmisbruk

Styret i et allmennaksjeselskap står for forvaltningen av selskapet, og er gitt et betydelig handlingsrom. Av den grunn vil det i en oppkjøpssituasjon kunne være behov for å beskytte aksjeeierne fra disposisjoner som styret foretar seg uten at selskapets eller aksjeeiernes interesser er lagt til grunn. Dette vil for eksempel kunne være aktuelt der styret er gitt fullmakt fra generalforsamlingen i forbindelse med emisjoner. Slike fullmakter gir styret økt beslutningsmyndighet og uavhengighet i en oppkjøpssituasjon, og dermed vil også behovet for å verne om aksjeeiernes interesser øke.

For styret i et allmennaksjeselskap vil generalklausulen i asal. § 6-28 være den sentrale bestemmelsen i forhold til myndighetsmisbruk. Vphl. § 5-14 annet ledd inneholder en bestemmelse som gjenspeiler det vesentlige i generalklausulen i allmennaksjeloven, men fokuserer alt vesentlig på tiltak som knytter seg til utstedelse av verdipapirer. Fordi likhetene er store og oppgaven omfatter styrets rolle i flere aspekter enn bare utstedelse av verdipapirer, vil denne fremstillingen også behandle asal. § 6-28.

³³ Truyen 2005 s 105

³⁴ Andenæs 2006 134.

2.3.1 Generalklausulen - asal. § 6-28

Generalklausulen oppstiller en rekke materielle krav til beslutninger fra styret i målselskapet, og supplerer således øvrige og mer konkrete begrensninger ved at forholdet til bestemmelsen alltid må vurderes, uansett om øvrige bestemmelser kommer til anvendelse eller ikke. Av bestemmelsen fremkommer det at styret ikke må:

”foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.”

Generalklausulens funksjon er å ivareta hensynet til aksjeeierne og den fleksibilitet selskapets ledelse må ha for å kunne foreta en best mulig forvaltning av selskapet, samtidig som den setter en viktig ramme for utøvelsen.³⁵ Bestemmelsen fungerer også som et minoritetsvern der aksjemajoriteten har sterk tilknytning til styret i selskapet.

Bestemmelsen regulerer kravet til likebehandling av aksjeeierne. Et tilsvarende prinsipp om likebehandling er som nevnt nedfelt i asal. § 4-1 første ledd, den såkalte likhetsgrunnsetningen. Bestemmelsene overlapper således til dels hverandre.

Det uttrykkes for øvrig at styrets handling heller ikke må være egnet til å gi ”andre” en fordel. Det må dermed kunne legges til grunn at bestemmelsen fanger opp alle subjekter som får en fordel av styrets handling, ikke bare aksjeeiere.³⁶ Det har således begrenset betydning hvem styrets disposisjon skjer til fordel for.

³⁵ Truyen 2004b s 309

³⁶ Solem 2001 s 468

2.3.1.1 Personelle vilkår

De personelle vilkårene i asal. § 6-28 kan deles i to, henholdsvis de som er forpliktet etter loven, og de som er beskyttet av den.

I gruppen av de såkalte pliktsubjektene faller *”styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet”*. Dette innebærer at det er personer som utøver selskapsrettslig representasjon som er omfattet av bestemmelsens innhold. Av disse er det bare styret som har myndighet til å gå aktivt ut å fri til en hvit ridder, eller bruke informasjon om selskapet til å påvirke aksjeeierne i en oppkjøpssituasjon. Den videre fremstillingen vil derfor bare ta stilling til hvorledes bestemmelsen begrenser styrets handlefrihet.

De som er beskyttet etter loven, altså rettighetssubjektene, er *”-andre aksjeeierne”* og *”selskapet”*. Hva som ligger i *”aksjeeierne”* synes rimelig klart. Uttrykket *”andre aksjeeiere”* reflekterer og ivaretar prinsippet om at aksjeeierne skal behandles likt.³⁷

Desto mer usikkerhet knytter seg, som nevnt innledningsvis i fremstillingen, til hva som omfattes av ordlyden *”selskapet”*. Det må spørres om selskapet som sådant, en juridisk person, kan ha noen egne interesser. Ordlyden peker hen mot at lovgiver mener at selskapet som sådant må kunne ha beskyttelsesverdig interesser.

En slik forståelse er også lagt til grunn i den nevnte dom, Rt. 2000 s 2033, der det skilles mellom selskapets interesse i å overleve og fortsette som juridisk person under best mulige forhold, og aksjeeiernes interesser. Mye taler derfor for at man må anerkjenne at selskapet som sådan kan ha en interesse. Neste spørsmål vil da måtte være hva denne interessen omfatter. Selskapsinteressen i vid forstand vil kunne omfatte en personkrets sammensatt av en rekke subjekter med tilknytning til selskapet. Dette omfatter blant annet kreditorer, medkontrahenter, lokalsamfunnet og andre samfunnsinteresser.³⁸ Loven åpner således for

³⁷ Truyen 2004b s 309

³⁸ Bla. Smith 1988 s 65, Aarum 2002 s 35

beskyttelse av en vid krets av subjekter. Reglene om myndighetsmisbruk er imidlertid i forarbeidene forutsatt å være avgrenset til å gjelde aksjeeiernes interesse, og at den vide krets av subjekter med interesse i selskapet som kreditorer, ansatte, medkontrahenter osv, må være ansett beskyttet av andre regler enn generalklausulen i asal. § 6-28.³⁹ En slik fortolkning støttes også av formålet med bestemmelsen, som er å beskytte aksjeeierne mot myndighetsmisbruk fra selskapsledelsen.

Det er også hevdet i teorien at en vid forståelse av "*selskapet*" vil undergrave lovens funksjon som minoritetsvern, og at kravet til saklighetsvilkåret i urimelighetsvurderingen vil få et altfor stort argumentasjonstilfang.⁴⁰ Dette taler for at subjektene i den vide krets av selskapet ikke omfattes av bestemmelsen. Etter min oppfatning må ordlyden derfor antas å bare omfatte en snever krets av selskapsinteressen, altså hensynet til å bestå som selskap med best mulig forutsetninger, og aksjeeierinteressen. Dermed står det såkalte vinningsformålet sentralt. I vinningsformålet ligger at selskapet skal drive virksomhet som er egnet til å generere et overskudd, og at dette overskuddet skal tilfalle aksjeeierne, jf. asal. § 2-2 annet ledd og § 5-20 første ledd nr.5.⁴¹

2.3.1.2 Materielle vilkår

2.3.1.2.1 Egnen

Det vesentlige er om fordelene er "*egnet*" til å gi en urimelig fordel. Uttrykket "*egnet*" medfører således at det ikke trenger å foreligge noen faktisk urimelig fordel, så lenge potensialet er der. Det foreligger således ikke et krav til årsakssammenheng. Dette har sammenheng med at misbruksvurderingen må ta utgangspunkt i det tidspunkt da styret foretok handlingen, altså det tidspunkt da selskapet ble bundet av disposisjonen.⁴²

³⁹ Innst. 1970 s 137-138

⁴⁰ Truyen 2004b s 312

⁴¹ Truyen 2004b s 309

⁴² Truyen 2005 s 204

2.3.1.2.2 Fordel

Ordlyden å gi noen en *"fordel"* taler for at det må skje en overføring av et gode. Hva som utgjør en fordel vil i stor grad måtte bero på en konkret skjønnsmessig vurdering.⁴³ I teorien legges det til grunn at overføringen av ethvert gode må omfattes av begrepet.⁴⁴ Dette gjelder både økonomiske goder, og organisatoriske rettigheter.

2.3.1.2.3 Urimelig

Urimelighetsvilkåret er den sentrale vurderingen for regelen om myndighetsmisbruk. Ordlyden *"urimelig"* er et skjønnsmessig begrep, og det åpner for at det må foretas en interesseavveining. Ved at bestemmelsen har inntatt vilkåret om at det må foreligge en *"urimelig"* fordel, må det legges til grunn at ikke enhver fordel til aksjeeiere eller andre omfattes av bestemmelsen om myndighetsmisbruk. En fordel som er basert på et saklig og forsvarlig grunnlag i selskapets og aksjeeiernes felles interesse vil således kunne falle utenfor bestemmelsen.⁴⁵

Om fordelen er urimelig må derfor bero på en totalvurdering der interesseavveiningens vurderingstema er forsvarligheten og sakligheten av styrets beslutning i det konkrete og enkelte selskapsforhold i lys av selskapets og aksjeeiernes interesser. Og videre, hvor byrdefull styrets handling er for de øvrige aksjeeierne og selskapet ettersom det er disse subjektene bestemmelsen er ment å beskytte.^{46 47}

Ved at man skal vurdere om handlingen er egnet til å gi en urimelig fordel, må det være klart at vurderingen som skal foretas må være objektiv. Det er således ingen krav til subjektive forhold hos styret.⁴⁸

⁴³ Lund 2004b s 511

⁴⁴ Aarbakke 2004 s 402-404

⁴⁵ Aarbakke 2004 s 546

⁴⁶ Solem 2001 s 468

⁴⁷ Truyen 2005 s 258

⁴⁸ NOU 1991:25 s 42

3 Styrets mulighet for påvirkning av aksjeeiere i en oppkjøpssituasjon

3.1 Innledning

Styret i et allmennaksjeselskap er valgt, og tildelt sin kompetanse, på bakgrunn av vedtak i generalforsamlingen, jf. asal. § 6-3. I kraft av at styret er selskapets øverste organ, vil de ha en inngående kunnskap om selskapets økonomiske situasjon og markedsposisjon. I en oppkjøpssituasjon vil derfor aksjeeierne i de fleste tilfeller rette seg mot styret i selskapet for å få en vurdering av tilbudet, eller for å få informasjon som kan hjelpe dem til å ta en avgjørelse om hvorvidt et salg av aksjene vil være gunstig eller ikke. I en oppkjøpssituasjon vil således styrets holdning til oppkjøpstilbudet og de signaler de sender videre til aksjeeiere kunne ha avgjørende betydning for om aksjeeierne vil selge sine aksjer, og dermed om oppkjøpt lykkes eller ikke. Styrets påvirkning på selskapets aksjeeiere, kan dermed være et effektivt forsvarstiltak mot et fiendtlig oppkjøp.

Styrets viktigste oppgave er som nevnt å ivareta selskapets og aksjeeiernes interesser. De kan ikke søke å påvirke aksjeeierne i en oppkjøpssituasjon til å foreta valg på bakgrunn av illegitime interesser som f. eks styrets egen interesse. Dette vil også gjelde der interessene måtte være legitime, men der styrets forsøk på påvirkning ikke objektivt sett vil være til selskapets og aksjeeiernes beste. For tilbud på allmennaksjeselskaper registrert på børs kommer vphl. § 6-16 til anvendelse. Bestemmelsen pålegger styret i målselskapet en plikt til å uttale seg om et oppkjøpstilbud.

3.2 Styrets plikt til å uttale seg om tilbudet

I vphl. § 6-16 følger det en plikt for styret i målselskapet til å komme med en uttalelse om tilbud som fremsettes etter reglene om tilbudsplikt, men bestemmelsen omfatter også frivillige tilbud.⁴⁹ Bestemmelsen inneholder flere plikter om hva uttalelsen skal inneholde. Det fremkommer blant annet at styret skal *"utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser"*. Videre fremkommer det at *"dersom styret ikke finner å kunne gi en anbefaling*

⁴⁹ Vphl. § 6-19 (1)

til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, skal det redegjøres nærmere for bakgrunnen for dette.”

I tillegg skal det også ”opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet”.

Bestemmelsen nedlegger plikter og forbud på styret i målselskapet som er ment å ivareta aksjeeiernes interesser ved å sikre at de gis best mulig informasjon og grunnlag for å vurdere et tilbud. Samtidig er den ment å motvirke at styret i målselskapet handler ut i fra egne interesser og på egenhånd foretar disposisjoner som kan forhindre et oppkjøp.⁵⁰ På denne måten legger hensynet til aksjeeiernes interesse en begrensning på styrets mulighet til påvirkning. Styret i målselskapet vil ha en særlig kunnskap om selskapets finansielle situasjon og fremtidsutsikter som ikke kan forventes å være den samme hos majoriteten av aksjeeierne.⁵¹ Disse vil således ikke ha de samme forutsetningene til å kunne foreta en veloverveid og grundig vurdering av et fremsatt oppkjøpstilbud. En uttalelse fra selskapet med en vurdering av tilbudet vil således være avgjørende for at aksjeeierne skal kunne ha et tilstrekkelig grunnlag til å ta stiling til om de skal akseptere tilbudet eller ikke.

Det følger av Takeoverdirektivet artikkel 9 (5) at styret i målselskapet skal utferdige og offentliggjøre en uttalelse om tilbudet som er fremsatt. Uttalelsen skal inneholde styrets begrunnede vurdering av konsekvensene av gjennomføringen av tilbudet for alle selskapets interesser, og deres vurdering av de strategiske planer oppkjøperen har for målselskapet.⁵² Uttalelsen skal også vurdere tilbudets effekt på de ansatte, og selskapets virksomhet.

Dagens vphl. § 6-16 er et resultat av implementeringen av direktivet i norsk rett og følger i all hovedsak de plikter som er nedfelt i direktivets art. 9 (5) og innebærer en mer

⁵⁰ Verdipapirhandelloven 2002 s 376

⁵¹ Ibid. s 377

⁵² NOU 2005:17 s 53

gjennomregulert og omfattende plikt for styrets uttalelse i forhold til den tideligere vphl. § 4-16 på området.

3.2.1 Krav til uttalelsens innhold

Uttalelsen fra styret er ment som et hjelpemiddel for aksjeeierne på veien mot å ta stilling til det tilbud som foreligger. For at uttalelsen fra styret skal kunne være til hjelp for aksjeeierne må den informere om de områder som er av betydning for selskapets utvikling, herunder med aksjeeiernes interesser for øyet. Kravet til at styret begrunner sin uttalelse og vurdering av tilbudet står derfor sentralt i bestemmelsen. Det kreves i denne sammenheng at vurderingen er *”utformet på en slik måte at det er klart hvilke faktiske forhold, beregninger og prognoser vedrørende selskapets stilling, fremtidsutsikter mv. som vurderingen er basert på.”*⁵³

Kravet til at styret må begrunne sin uttalelse om tilbudet vil være med på å sikre at styrets uttalelse må være basert på en objektiv vurdering av de relevante forhold.⁵⁴ Kravet til begrunnelse gjør det synlig for aksjeeierne hvilke motiver og vurderinger som ligger til grunn for uttalelsen. På denne måten vil man sikre at den informasjon som styret formidler til aksjeeierne om tilbudet ikke er et uttrykk for deres egne interesser, men er begrunnet i objektive kriterier som vil gi aksjeeierne best mulig kjennskap til tilbudet og de konsekvenser det måtte få for selskapet. I Norsk Anbefaling fremkommer det at styrets uttalelse om tilbudet burde være basert på spesielle kriterier. For det første må det foretas en vurdering av nåverdien av den forventede verdiskapningen i selskapet basert på allment kjente verdivurderingsprinsipper. Vurderingen må videre sammenlignes med tilbudet og det må fremgå om vurderingen er enstemmig, og om det foreligger interessemotsetninger mellom minoritets- og majoritetsaksjonærer.⁵⁵ Formålet med uttalelsen må være å gi aksjeeierne et best mulig grunnlag til å ivareta sine egne interesser ved vurderingen av om de skal akseptere tilbudet eller ikke.

⁵³ NOU 2005: 17 s 53

⁵⁴ Ibid.

⁵⁵ Norsk Anbefaling s 49

På denne måten setter bestemmelsen, i samspill med Norsk Anbefaling, krav til den informasjon styret kan formidle til aksjeeierne. Dette innebærer en begrensning på styrets handlefrihet til å påvirke aksjeeierne i de tilfeller en uinvitert oppkjøper prøver å få kontroll i selskapet.

Videre følger det av bestemmelsens at styret ikke er pliktig til å komme med en anbefaling ovenfor aksjeeierne hvorvidt de burde akseptere tilbudet eller ikke, men at det for de tilfeller en slik anbefaling ikke foreligger, så må dette begrunnes. Bakgrunnen for at styret ikke er pålagt en plikt til å komme med en anbefaling er at de ikke burde tvinges til å velge side i tilfeller der det er forskjellige aksjeeiere, kreditorer, ansatte osv. kan ha sprikende interesser.⁵⁶ Men selv om styret ikke er pliktig til å velge side er de pliktig til å ivareta aksjeeiernes interesser, mye taler derfor for at de i størst mulig grad burde forsøke å veilede aksjeeierne. Dette synes da også å være bakgrunnen for kravet om at uttalelsen og fraværet av en anbefaling må begrunnes.

Det heter videre i tredje punktum at styret skal opplyse om sitt standpunkt til tilbudet i de tilfellene de selv eier aksjer i selskapet. De må således meddele ovenfor de øvrige aksjeeierne om de har tenkt til å akseptere tilbudet eller ikke. På denne måten tvinges styrets medlemmer i egenskap av å være aksjeeiere til å tilkjenne sine egne virkelige vurderinger av tilbudet.⁵⁷ Et sprik mellom uttalelsen om tilbudet og styrets eget standpunkt til tilbudet i egenskap av å være aksjeeier, vil kunne oppfattes som uheldig og et legitimt spørsmål vil kunne være om det er de "riktige" interesser som ligger til grunn for uttalelsen. På denne måten må plikten tas til inntekt for å bidra til at begrunnelsen for styrets uttalelse om tilbudet blir basert på objektive kriterier med bakgrunn i hensynet til aksjeeierne.

⁵⁶ NOU 1996:2 s 125

⁵⁷ Verdipapirhandelloven 2002 s 378

Bestemmelsen legger imidlertid bare plikter på informasjonen som formidles gjennom styrets offentlige uttalelse. I mange tilfeller vil nok styret kontakte den enkelte aksjeeier direkte i et forsøk på å påvirke en avgjørelse vedrørende tilbudet. Disse tilfellene vil falle utenfor bestemmelsens virkeområde. I utgangspunktet er det heller ingen andre hindringer for at styret i selskapet kontakter enkelte aksjeeiere i selskapet for å øve innflytelse i forbindelse med et oppkjøp. Det vil imidlertid være begrensninger på den informasjon og de uttalelser styret måtte kunne overbringe i medhold av reglene om myndighetsmisbruk i asal. § 6-28 og likhetsprinsippet i vphl. § 5-14. På denne måten utfyller prinsippene bestemmelsen om kravet til en offentlig uttalelse fra styret ved at de omfatter den informasjon som formidles på andre måter.

En påvirkning av aksjeeierne fra styrets side kan således bare gjennomføres så langt den informasjon styret formidler og den de formidler den til, ikke bryter med de nevnte prinsipper. Et eksempel hvor informasjon gis på ulovelige premisser kan tenkes hvis styret formidler informasjon som for eksempel gir enkelte aksjeeiere et insentiv til å posisjonere seg for kjøp av ytterligere aksjer. Dette kan være begrunnet i at styret mener at det vil kunne være gunstig for selskapet å gi enkelte aksjeeiere økt innflytelse fordi de har særlige egenskaper i form av kunnskap eller kapital som vil tjene til selskapets beste. Informasjon av denne typen kan tenkes å innebære en urimelig fordel og en forskjellsbehandling av aksjeeierne hvis tilsvarende informasjon ikke formidles til alle aksjeeierne.

Prinsippet om likebehandling av aksjeeierne og at disse skal gis like muligheter står sterkt i norsk rett. En fravikelse av dette i form av en emisjon krever f. eks. samtykke fra generalforsamlingen. Dette taler for at der styret formidler informasjon som nevnt til enkelte aksjeeiere må dette kunne begrunnes i at det vil være til alle aksjeeiernes interesse at det skjer en forskjellsbehandling, eller at enkelte får en fordel.

Dette må i så fall være fordi det kan begrunnes ut i fra en konkret vurdering om at fordelene informasjonen fra styret måtte ha for selskapet og aksjeeierne som helhet vil kunne veie opp for de krenkelsene det påfører de øvrige aksjeeierne ved at de ikke får

tilgang på samme informasjon og dermed de samme muligheter. På denne måten setter prinsippene klare grenser for hvor langt styret kan gå i å påvirke aksjeeiere.

3.3 Uavhengig verdivurdering

Som et ledd i å bruke påvirkning av aksjeeierne som et forsvarstiltak mot et fiendtlig oppkjøp vil styret i målselskapet kunne se seg tjent med å få gjennomført en uavhengig verdivurdering av selskapet. Dersom styret i målselskapet for eksempel mener at budet fra tilbyder er for lavt, kan det være gunstig å bringe på banen et eller flere meglerhus som kan foreta en verdivurdering av selskapet.⁵⁸

Denne taktikken ble brukt i forbindelse med at det italienske selskapet Montenari SA gjorde et forsøk på å kjøpe det norske selskapet IM Skaugen ASA. Styret i IM Skaugen ASA fikk gjennomført to uavhengige verdivurderinger, hvor begge konkluderte med at aksjeverdien var det dobbelte av hva budet fra Montenari SA gikk ut på. Offentliggjøringen av verdivurderingene medførte at aksjeeierne ikke aksepterte budet.⁵⁹

Det foreligger en klar markedspraksis for å innhente verdivurderinger i slike oppkjøpsprosesser. Ciscos oppkjøp av Tandberg ASA fra 2009 er et eksempel på dette.⁶⁰ Verdivurdering vil kunne være til hjelp for aksjeeierne når de skal ta stilling til tilbudet. Viser verdivurderingen at selskapet er f. eks. mer verdt enn det budet tilsier vil det være naturlig å takke nei til budet. Dette kan samtidig medføre at tilbyderen øker tilbudet og aksjeeierne får en bedre avkastning på aksjene sine hvis de skulle velge å akseptere tilbudet.

I Norsk Anbefaling fremkommer det at styret bør vurdere å innhente en uavhengig verdivurdering der det ikke foreligger konkurrerende bud på selskapet.⁶¹ Grunnen til dette

⁵⁸ Bugge 2001 s 429

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ <http://www.na24.no/imarkedet/article2747448.ece>

⁶¹ Norsk Anbefaling s 49

må være at et konkurrerende bud vil være en indikasjon på det initielle budets kvalitet og der et slikt bud ikke foreligger vil en uavhengig verdivurdering kunne ha samme funksjon. Anbefalingen har som nevnt ingen rettslig bindende funksjon, men er ment som en veiledning for selskapsledelsen ved forvaltningen av selskapet. Styret har således ingen plikt til å gjøre dette, men etterlevelse av anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse skal skje på bakgrunn av et ”*følg eller forklar-prinsipp*”.⁶² Dette innebærer at selskapet må redegjøre for børsen hvorfor de eventuelt velger å ikke innrette seg etter anbefalingen.⁶³

Hensynet til aksjeeierne ved at de skal stå best mulig rustet til å vurdere et tilbud og hensynet til god selskapsstyring taler derfor for at styret burde innhente en verdivurdering der ingen konkurrerende bud foreligger. Til sammenligning foreligger en slik plikt i Storbritannia.⁶⁴

Det kan dog stilles kritiske spørsmål til uavhengigheten ved slike vurderinger. I praksis er denne typen vurderinger ”bestillingsverk” fra målselskapet, og dersom man ikke får den vurderingen man ønsker, så bestiller kun selskapet en ny fra en annen tredjepart. Det foreligger imidlertid ingen rettslige begrensninger på dette, ut over at det avgjørende må være om vurderingene innhentes og brukes for å fremme selskapets og aksjeeiernes interesser slik styret er forpliktet til.

⁶² Ibid. s 8

⁶³ Ibid.

⁶⁴ The Takeover Code Rule 3.1

4 Hvit ridder

4.1 Innledning

Etter norsk rett er det en begrenset adgang for et selskap til å kjøpe egne aksjer. Det følger av asal. § 9-2 at et allmennaksjeselskap kun kan kjøpe inntil 10 % av egne aksjer. Oppkjøp av egne aksjer vil således i en del tilfeller ikke være tilstrekkelig for å forhindre at en uinvitert oppkjøper tar kontroll over selskapet.

En mulighet for styret i målselskapet vil i slike situasjoner være å hente inn en hvit ridder som kan erverve kontroll eller negativ kontroll i selskapet, og på den måten forhindre et fiendtlig oppkjøp.

Den hvite ridderen kan enten være en utenforstående, eller en som står selskapets ledelse nær, og som allerede kontrollerer sentrale aksjeposter i selskapet. Det karakteristiske i disse tilfellene er at den hvite ridderen er en tilbyder som er interessert i å ivareta selskapets interesser og utvikle selskapet videre med den eksisterende ledelsen.⁶⁵ I de tilfellene der selskapets aksjeeiere i utgangspunktet er villig til å selge, men ikke til den pris oppkjøper tilbyr, kan en introduksjon av en hvit ridder være med på å få i gang en budrunde som igjen kan medføre at premien og avkastningen til aksjeeierne øker.

Bruken av en hvit ridder for å forhindre en uinvitert oppkjøper i å få kontroll over selskapet vil primært skje ved at vedkommende kjøper eksisterende aksjer i markedet, eller at det utstedes nye aksjer til vedkommende gjennom en rettet emisjon. For begge tilfeller følger det begrensninger i asal og vphl. Jeg vil i det følgende ta for meg de to typer bruk av hvit ridder og vurdere hvilke begrensninger lovverket legger på styrets handlingsrom i disse situasjonene.

⁶⁵ Boye 1998 s 157-158

4.2 Vennligsinnet oppkjøp av eksisterende aksjer i markedet

Som nevnt ovenfor er en form for forsvarstiltak mot uinvitert oppkjøp at styret i målselskapet går aktivt ut og søker en hvit ridder som kan kjøpe seg opp i selskapet. Denne typen oppkjøp vil nødvendigvis innebære at den hvite ridderen må overby den uinviterte oppkjøper, eller betale en overkurs direkte til den uinviterte oppkjøper der denne allerede eier aksjer i selskapet, for å få kontroll.

Et eksempel på et slikt tilfelle kjenner vi fra media som den såkalte Deep Ocean saken.⁶⁶ I desember 2007 kom det frem at DOF hadde sikret seg 39,75 prosent av aksjene i Deep Ocean. Kjøpet skjedde uten noe formelt bud, og uten at ledelsen ble informert. Ledelsen oppfattet dette som et fiendtlig oppkjøp og begynte straks å lete etter en hvit ridder. Styret i Deep Ocean advarte samtidig på generelt grunnlag om at aksept fra et betydelig antall av Deep Ocean sine aksjeeiere i et potensielt bud, ville begrense mulighetene for å evaluere og gjennomføre alternative muligheter.

I mai 2008 ble det klart at styret hadde greide å få en hvit ridder på banen ved at det amerikanske redderiet Trico Marine, gjennom kjøp av aksjene til en av storaksjonærene og ledelsen i Deep Ocean hadde sikret seg kontroll over 51,5 prosent av aksjene. Trico Marine utløste tilbudsplikten og styret i Deep Ocean anbefalte budet fra Trico Marine og solgte samtidig også sine egne aksjer i selskapet.

En slik budprosess vil medføre at premien pr. aksje øker. Dette gir således aksjeeierne en økt avkastning, men kan samtidig vise seg å bli meget kostbar for den hvite ridderen og oppkjøperen. I utgangspunktet vil prisen den hvite ridderen er villig til å gi være et speilbilde av de verdiskapninger det er forventet at oppkjøpet vil generere i form av synergieffekter og en re-prising av aksjene.⁶⁷ I mange tilfeller vil budprosessen imidlertid

⁶⁶ <http://arkiv.na24.no/Tema/DeepOcean.html>

⁶⁷ Boye 1998 s 158

kunne medføre at den pris som betales for aksjene overstiger den potensielle verdistigningen som den hvite ridderen vil ha mulighet til å skape gjennom oppkjøpet.

Således vil et oppkjøp kunne få negative økonomiske konsekvenser for den hvite ridderen og selskapet. Men dette vil imidlertid avhenge av den posisjon den hvite ridderen måtte ha i selskapet før den uinviterte oppkjøper kommer med et bud. Der han allerede er inne med en betydelig eierposisjon vil et oppkjøp og kostnadene for å skaffe seg kontroll eller en blokkerende post være mindre enn i de tilfeller der han har en ubetydelig eierandel eller ikke er aksjeeier i det hele tatt.

På bakgrunn av dette kan det være vanskelig for ledelsen i målselskapet å finne en hvit ridder som tror han kan skape så store synergi effekter ved oppkjøpet at han er villig til å betale en betydelig overkurs for aksjene. I mange tilfeller vil det derfor kunne tenkes at det vil være nærliggende for målselskapet selv å dekke det nødvendige mellomlegget, enten dette skjer direkte til de selgende aksjeeiere eller via den hvite ridderen.⁶⁸ Denne løsningen reiser imidlertid en rekke juridiske problemer.

4.2.1 Utbetaling av overkurs fra målselskapet til selgende aksjeeier

For de tilfeller der målselskaper ser for seg at de kan yte overkursen som den hvite ridderen må betale for aksjene, vil dette kunne tenkes gjort på en rekke forskjellige måter, enten det er snakk om å kjøpe tilbake aksjene fra den uinviterte oppkjøper, eller om det er snakk om å erverve aksjer fra øvrige aksjeeiere. Et slikt mellomværende kan tenkes gjort opp i kontanter, men der den selgende aksjeeier er et selskap, kan et slikt oppgjør også tenkes gjort på andre måter. Målselskapet kan forplikte seg til å kjøpe eiendeler dyrt av selskapet eller la selskapet kjøpe verdier billig, videre kan oppgjøret også inngå som et ledd i et samarbeidsprosjekt mellom de to selskaper der det selgende selskap får en særlig gunstig avtale.⁶⁹ Slik det vil gjøres rede for i det følgende, er alle de nevnte mulighetene imidlertid problematiske etter asal. §§ 3-6 og 8-10.

⁶⁸ Smith 1988 s 215

⁶⁹ Ibid.

4.2.1.1 Forholdet til asal. § 3-6

Det følger av asal. § 3-6 første ledd at *”Utdeling fra selskapet kan bare skje etter reglene om utbytte, kapitalnedsetting, fusjon eller fisjon av selskaper og tilbakebetaling etter oppløsning.”* Hensynet bak bestemmelsen er å hindre en uthuling av selskapskapitalen gjennom overføringer til aksjeeierne.⁷⁰

Bestemmelsen medfører at utdeling fra selskapet ikke kan skje på noen annen måte enn etter de fem regelsett som er angitt. Der ingen av de nevnte regelsett er forsøkt fulgt må utdelingen vurderes etter reglene om utbytte. Grunnen til dette er utbyttereglens generelle karakter i forhold til de øvrige regelsett.⁷¹ Der målselskapet er villig til å betale overkursen som en hvit ridder må ut med for å erverve aksjer i selskapet, vil det i de fleste tilfeller bli forsøkt gjort ved direkte betaling, eller gjennom noe som fremstår som et gjensidig bebyrdende kontraktsforhold, altså tilfeller som ikke direkte følger noen av regelsettene. Ytelsen må derfor knyttes opp mot utbyttereglene.

Det må således vurderes om oppgjøret av mellomlegget omfattes av bestemmelsen og dermed begrenser styret i målselskapets handlefrihet siden det følger av asal. § 8-2 at beslutning om utbytte må treffes av generalforsamlingen.

4.2.1.1.1 Nærmere om innholdet i asal. § 3-6

Ordlyden *”utdeling”* i bestemmelsens første ledd kan isolert sett forstås å omfatte utdeling til andre enn aksjeeiere og også de tilfeller der det foretas utdeling til aksjeeiere, men hvor utdelingen ikke har noen sammenheng med aksjeeierforholdet. Det følger imidlertid av Rt. 1995 s 1026 at det må legges til grunn et krav om sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelsen. Det må således sondres mellom de tilfeller der noen mottar en ytelse fra selskapet i egenskap av aksjeeier, og der ytelsen mottas som medkontrahent. På bakgrunn av at den

⁷⁰ Perland 2004 s 531

⁷¹ Aarbakke 2004 s 191

nåværende bestemmelsen ikke var ment å medføre noen realitetsendring fra den tidligere lov, er dommen fremdeles av rettskildemessig verdi.⁷²

Der målselskapet foretar en direkte ytelse av overkursen til en uinvitert oppkjøpende aksjeeier, kan det imidlertid stilles spørsmål om utbetalingen skjer i hans egenskap som aksjeeier. Hensikten med utbetalingen i disse tilfellene er å redde selskapet fra den fiendtlige oppkjøper, ikke å gi aksjeeieren en fordel. Følgene av utbetalingen er imidlertid at aksjeeieren blir beriket, og det er nettopp i den egenskap at han er aksjeeier som ligger til grunn for trusselen som begrunner utdelingen i utgangspunktet.⁷³ Dette taler for at denne typen utbetalinger omfattes av bestemmelsen.

Formuleringen "*utdeling*" er i asal. § 3-6 (2) gitt en nærmere definisjon. Det grunnleggende er at "*utdeling*" må omfatte en "*overføring av verdier*" fra selskapet til en aksjeeier. Om overføringen betegnes som utbytte fra selskapets side, eller om overføringen består av penger eller realverdier er uten betydning.⁷⁴

På denne måten vil alle ensidige overføringer av økonomiske goder være en utdeling fra selskapet. Dette innebærer at der overkursen utbetales direkte til selgende aksjeeier vil man vanskelig komme unna kravet til å følge reglene om utbytte for utdelingen. Men også der det skjer en overføring mot vederlag til målselskapet og hvor vederlaget ikke svarer til den ytelsen selskapet erlegger vil i utgangspunktet omfattes.⁷⁵ Dette medfører at de tilfellene der målselskapet forsøker å foreta en utbetaling av overkursen til aksjeeieren og aksjeeieren yter en delvis motytelse, i form av salg av aktiva til en rimelig penge, kjøp av aktiva til overpris eller gunstige samarbeidsavtaler for aksjeeieren, vil dette også kunne omfattes av bestemmelsen fordi det i realiteten foreligger en overføring av verdier.⁷⁶ Disse tilfellene

⁷² Andenæs 2006 s 435

⁷³ Smith 1988 s 216

⁷⁴ Aarbakke 2004 s 192

⁷⁵ Aarbakke 2004 s 193

⁷⁶ Innst 1970 s 173, NOU 1996:3 s 102

omtales gjerne som ”maskert utbytte”. Også de tilfeller der en overføring eller avtale inngås med selskap som aksjeeieren eier omfattes av bestemmelsen. Dette fremkommer av asal. § 3-6 (2) der det heter at også overføringer som kommer aksjeeieren ”indirekte” til gode omfattes.

Hva gjelder tilfellet av maskert utbytte uttales følgende i forarbeidene⁷⁷ til aksjeloven:

”Utkastets § 113 første ledd gjelder bare utbetalinger til aksjeeiere i denne egenskap, derimot ikke utbetalinger som representerer vederlag eller erstatning til aksjeeieren i hans egenskap av selskapets avtalemotpart. I denne forbindelse må man forøvrig være oppmerksom på at vederlag som utbetales for tjenester til selskapet, kan tenkes å være så urealistiske at det kan foreligge en omgåelse av de bestemmelser i aksjeloven som gjelder utbetalinger til aksjeeierne og dermed en maskert utdeling.”

Forarbeidene illustrerer at det må skilles mellom de tilfeller hvor det er tale om en forretningsmessig begrunnelse for avtalen og de tilfeller der avtalen er en maskert utdeling.

Man må altså se på transaksjonens karakter og mottakerens forhold til selskapet.⁷⁸ Der hvor transaksjonen har lav foretningsmessig verdi for målselskapet, samt at tidspunktet for transaksjonen sammenfaller med aksjeoverføringen, vil dette tale for at transaksjonen i realiteten er en utdeling fra selskapet, som et ledd i å forhindre at en uinvitert oppkjøper får kontroll i selskapet.

Om det foreligger en transaksjon på bakgrunn av forretningsmessige hensyn, eller en overføring av verdier til aksjeeier for å dekke overkursen må vurderes med utgangspunkt i

⁷⁷ NOU 1996: 3 s 102

⁷⁸ Bråthen, Tore, kommentar til Allmennaksjeloven: Norsk lovkommentar (online), § 3-6 n. 292

objektive kriterier.⁷⁹ Et vesentlig punkt i vurderingen vil være den verdimessige differanse som måtte foreligge mellom partenes ytelser i kontraktsforholdet.⁸⁰

Hvor strengt kravet til gjensidighet i kontraktsforholdet er, har vært diskutert i beslektede regler i skatteloven § 10-11 om skattepliktig utdeling.⁸¹ Det fremkommer blant annet av Rt. 1928 s 540 og Rt. 1939 s 69, at det må konstateres et klart mislighold mellom ytelsene. Hensynet bak asal. § 3-6 taler imidlertid for at det ikke kan stilles like strenge krav siden denne har et annet formål enn skattelovgivningen, men at for de tilfeller der det dreier seg om ytelser der omfang, kvalitet og verdi vanskelig kan bestemmes konkret må det generelt stilles større krav til forskjellene.⁸²

Hvorvidt det foreligger tilstrekkelig gjensidighet i kontraktsforholdet mellom målselskapet og aksjeeier for at dekningen av overkursen ikke skal anses som maskert utbytte må vurderes konkret.

Det kan tenkes tilfeller der ytelsene i kontraktsforholdet ikke innebærer noen verdimessig differanse, men der kontrakten i seg selv medfører en fordel for aksjeeieren. Dette kan for eksempel tenkes der en kontrakt åpner for nye markeder eller skaper andre økonomiske synergi effekter.

Hensynet bak bestemmelsen er å verne om selskaps kapital, og der det ikke foreligger noen verdidifferanse mellom partenes ytelser vil ikke avtalen medføre en reduksjon av selskapets midler. For disse tilfellene taler mye for at kravet til at avtalen for øvrig har en forretningsmessig egenverdi for selskapet ikke kan være like strengt, og det kan argumenteres for at denne typen avtaler ikke vil omfattes av forbudet i asal. § 3-6.

⁷⁹ Bråthen, Tore, kommentar til Allmennaksjeloven: Norsk lovkommentar (online), § 3-6 n. 292

⁸⁰ Aarbakke 2004 s 193

⁸¹ Ibid.

⁸² Ibid.

Det vil imidlertid ofte være nærliggende at det foreligger en betydelig forskjell mellom ytelsene da hele poenget med avtalen er å kompensere verdien av overkursen som aktualiseres, ved at aksjeeieren selger aksjene til den hvite ridderen. Dette taler for at det i avtaler av denne typen ofte vil foreligge en verdimessig differanse ut over det som kan forsvares. For denne typen avtaler vil det i tillegg være vanskelig å argumentere for at avtalen har en forretningsmessig egenverdi for selskapet, og resultatet må bli at tilfellet omfattes av bestemmelsen.

Som nevnt legger vurderingstemaene ned en omfattende og betydelig terskel for at en overførsel av overkursen fra målselskapet til aksjeeier, ved salg av aksjer til en hvit ridder, skal falle utenfor bestemmelsen i asal. § 3-6. Bestemmelsen legger således relativt store bånd på styret i målselskapets muligheter for å yte en utbetaling som et ledd i å forsvare seg mot fiendtlig oppkjøp.

4.2.1.2 Forholdet til asal. § 8-10

I asal. § 8-10 (1), første punktum fremkommer det at selskapet ikke kan *”stille midler til rådighet eller yte lån eller stille sikkerhet i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet”*, tilsvarende gjelder for aksjer eller andeler i et annet selskap i samme konsern.

Bestemmelsen er for det første ment som en forlengelse av forbudet mot erverv av egne aksjer i asal § 9-1 og § 9-8.⁸³ Asal. § 8-10 er ment å fange opp de tilfeller der forbudet mot tegning av egne aksjer forsøkes omgått ved at selskapet økonomisk medvirker til andres oppkjøp av selskapets aksjer. For det andre er bestemmelsen ment å forhindre uønsket bruk av selskapets midler.⁸⁴

Bestemmelsen omfatter tre typer av finansiering av aksjeerverv. Stille midler til rådighet, yte lån eller stille sikkerhet. Uansett hvilken av de tre alternativene til økonomisk medvirkning det måtte dreie seg om, krever bestemmelsen at medvirkningen skjer ”i

⁸³ NOU 1992:29 s 174

⁸⁴ Andenæs 2006 s 480

forbindelse med ervervet av aksjer i selskapet”. Med dette menes at det må foreligge en viss saklig og tidsmessig sammenheng mellom ervervet av aksjene i selskapet samt av den økonomiske medvirkning som foretas av selskapet.⁸⁵

Om bestemmelsens tilknytningskrav fremgår i forarbeidene⁸⁶ at:

”Vurderingstemaet må særlig være hvorvidt det foreligger disposisjoner som er foretatt i sammenheng, og med sikte på å etablere en situasjon som i lys av formålene med bestemmelsen her ikke kan anses ønskelig. Tilfeller som ikke rammes av bestemmelsen, vil være der det ikke foreligger noen slik sammenheng, men i stedet enkeltstående disposisjoner som hver for seg er forretningsmessig begrunnet.”

Det er således ikke avgjørende hvem det økonomiske bidraget ytes til. Dette kan dermed like gjerne være til selger (aksjeeier), som til kjøper (hvit ridder). På denne måten vil bestemmelsen kunne komme til anvendelse der selskapet bidrar til å finansiere et oppkjøp av egne aksjer gjennom utbetaling av overkursen til selgende aksjeeier. En slik finansiering fra selskapets side kan tenkes skje på ulike måter, men bestemmelsen i § 8-10 favner meget vidt, og et tilfelle der en slik økonomisk medvirkning ikke omfattes kan vanskelig tenkes.

Dette medfører at også situasjoner hvor selskapet tilfører selgende aksjeeier midler gjennom avtaler på lik linje med maskert utbytte, er omfattet av ordlyden. Denne typen avtaler vil i all hovedsak falle inn under alternativet om *”å stille midler til rådighet”*.

Ordlyden *”stille midler til rådighet”* spenner vidt, og henstiller mot at all type økonomisk medvirkning i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet er omfattet.⁸⁷ Det er tilstrekkelig

⁸⁵ Aarbakke 2004 s 629

⁸⁶ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s 155

⁸⁷ I forarbeidene til den nåværende aksjeloven, NOU 1996:3 og Ot. prp. nr 23 1996-97 ble uttrykket ”annen finansiell bistand” brukt i stedet. Ut i fra juridisk teori og den vekslende bruken i forarbeidene, må det kunne

at midlene stilles til "rådighet". Det trenger således ikke skje en overføring av midler til noen bestemt.⁸⁸ Men til tross for dette synes det klart at ikke alle tilfeller som omfattes av uttrykket kan være forbudt. Av denne grunn kan man ikke si at samtlige avtaler mellom selskapet og selgende aksjeeier, som et ledd i å dekke overkursen, må omfattes av bestemmelsen.

Av forarbeidene til loven fremkommer det at formuleringen er ment som en rettslig standard.⁸⁹ Dette innebærer at selv om et økonomisk bidrag fra selskapet til selgende aksjeeier faller inn under ordlyden, må det foretas en konkret vurdering i forhold til om den er av en slik art at det er naturlig å sidestille den med lån og sikkerhetsstillelse, slik at den bør rammes av forbudet.⁹⁰ Som nevnt ovenfor er hensynet bak bestemmelsen å hindre omgåelse av forbudet mot erverv av egne aksjer og å beskytte egenkapitalen i selskapet.

Der målselskapet velger å bruke en hvit ridder for å redde selskapet, gjør de dette fordi de mener at vedkommende er best egnet til å føre selskapet videre, i motsetning til den uinviterte oppkjøper. Den optimale løsning for selskapet ville selvsagt vært om selskapet selv kunne erverve aksjene, men dette vil nødvendigvis gjøre disposisjoner som ikke er lovlig. Ved at selskapet i stedet bidrar økonomisk til at noen andre gjør det, må derfor sies å være en omgåelse av forbudet mot kjøp av egne aksjer og omfattes av hensynet bak asal. § 8-10. Det er vanskelig å peke på noen konkrete tilfeller der selskapets økonomiske bidrag til en hvit ridder som et ledd i et erverv av aksjer i selskapet kan gå klar av bestemmelsen.

Formålet med en slik avtale er i all hovedsak å kompensere for overkursen selgende aksjeeier krever, men som den hvite ridderen ikke vil betale for. Ytelsen fra selskapet

legges til grunn at de to formuleringene ikke innbærer noen realitetsforskjell. se Sjøfjell, Beate, *Kun til plunder og heft – Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerverv i den norske allmennaksjeloven § 8-10*, NTS 2009:1-2 s 116-145

⁸⁸ Matre, Hugo, kommentar til Allmennaksjeloven: Norsk lovkommentar (online), § 8-10 n. 1489

⁸⁹ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s 60 og 66

⁹⁰ Matre 2000 s166

innbærer således et økonomisk tap for selskapet, og er av en slik art at den påvirker egenkapitalen i balansen negativt.

På denne bakgrunn er det etter min mening vanskelig å rettferdiggjøre slike disposisjoner ut i fra at de er enkeltstående disposisjoner, som er forretningsmessig begrunnet, uavhengig av aksjekjøpet. Dersom de skulle ha en viss forretningsmessig egenverdi, er det min oppfattelse at formålet med avtalen, som er å finansiere den hvite ridderens kjøp av aksjer i selskapet, åpenbart taler for at bestemmelsen må komme til anvendelse. Således må det kunne stilles et relativt strengt krav til forretningsmessig egenverdi for at ikke formålet med bestemmelsen skal uthules.

En illustrerende sak er den såkalte Thrane-saken.⁹¹ Her var tilfellet at et selskap i et konsern lånte penger til et søsterselskap slik at sistnevnte kunne kjøpe seg opp i det første selskapet. Retten påpekte at en slik transaksjon bare ville være lovlig hvis betalingen fra målselskapet både formelt og reelt var innen én av de lovlige måtene å ta ut midler av selskapet.⁹² Retten la videre til grunn at det ikke forelå noen forretningsmessig begrunnelse for transaksjonen sett fra målselskapets side.⁹³ Videre uttalte retten at selskapsfinansiering av denne art som et ledd i et ønske om å beskytte selskapet fra oppkjøp ikke kan få betydning i vurderingen av om selskapsfinansieringen var lovlig.⁹⁴

Asal. § 8-10 (1) legger således betydelige begrensninger på styret i målselskapets mulighet til å yte vederlaget for overkursen til en selgende aksjeeier som ledd i at en hvit ridder erverver aksjer i selskapet.

Det er imidlertid oppstilt en unntaksregel i bestemmelsens andre ledd. Av denne fremkommer det at kongen ved forskrift, eller enkeltvedtak, kan gjøre unntak fra forbudet i

⁹¹ TOSLO-2005-71717 - TOSLO-2005-78749

⁹² Ibid. s 24

⁹³ Ibid.

⁹⁴ Ibid.

bestemmelsens første ledd for erverv av aksjer eller andeler av eller for ansatte i selskapet eller i selskap i samme konsern. På hvilke vilkår en dispensasjon skal gis er imidlertid ikke nevnt i lovteksten, og vurderingen ligger under forvaltningens (Nærings- og handelsdepartementet) frie skjønn.⁹⁵ Det foreligger visstnok ingen eksempler fra nyere tid der det er søkt om dispensasjon fra bestemmelsen for å forhindre et fiendtlig oppkjøp.⁹⁶ For å finne dispensasjoner etter bestemmelsens andre ledd må man tilbake til 1980 tallet, der slike ble gitt i tilfellet for å forhindre et oppkjøp og for å fremme norske interesser.⁹⁷

Mangelen på dispensasjoner, sett i sammenheng med de spesielle tilfeller der det er gitt taler for at bestemmelsen er en meget snever unntaksregel. Bestemmelsen er således ikke ment å åpne for unntak utelukkende begrunnet i ønsket om å beskytte selskapet fra oppkjøp, med mindre det foreligger andre tungtveiende hensyn slik som for eksempel å fremme norske interesser.

4.2.1.3 Forholdet til likhetsprinsippet og myndighetsmisbruk

Selv om transaksjonen skulle falle utenfor utdelingsbegrepet i asal. § 3-6, eller eventuelt innenfor og utbetalingen har fulgt de nødvendige regler om utbytte i asal. § 8-1, kan det likevel tenkes at transaksjonen innebærer et brudd på likhetsprinsippet i vphl. § 5-14, og/eller generalklausulen i asal. § 6-28. Tilsvarende må gjelde for asal. § 8-10. Disse prinsippene vil således spille en sentral rolle ved siden av de nevnte bestemmelser, og må vurderes konkret.

Der hvor utdelingen fra selskapet til selgende aksjeeier forsøkes gjort gjennom avtaler partene i mellom, maskert utbytte, vil likhetsprinsippet kunne tenkes å ramme avtalene fordi de innebærer en forfordeling av aksjeeierne. Imidlertid er det verdt å merke seg at likhetsprinsippet i vphl. § 5-14 kun knytter seg til forskjellsbehandling av aksjeeierne. Der selskapet inngår en avtale eller foretar en transaksjon med den uinviterte oppkøper for å

⁹⁵ Matre, Hugo, kommentar til Allmennaksjeloven: Norsk lovkommentar (online), § 8-10 n.1498

⁹⁶ Sjøfjell 2009a s 137

⁹⁷ Ibid.

dekke overkursen som utløses når den hvite ridderen erverver aksjene, vil imidlertid avtaleparten, den uinviterte oppkjøper, naturlig nok ikke lenger være aksjeeier. Dette kan tale for at likhetsprinsippet i bestemmelsen ikke kan komme til anvendelse fordi det ikke foreligger noen forskjellsbehandling av aksjeeiere.

På den annen side er formålet med utbetalingen i disse tilfellene å redde selskapet fra den fiendtlige oppkjøper. Følgene av utbetalingen er at aksjeeieren blir beriket, og det er nettopp i den egenskap at han er aksjeeier som ligger til grunn for trusselen som begrunner utdelingen i utgangspunktet.⁹⁸ Dette taler for at denne typen utbetalinger omfattes av bestemmelsen. Uansett kan det argumenteres for at utbetalingen vil innebære en forskjellsbehandling fordi den hvite ridderen får tilgang på aksjer uten å betale overkursen, noe som ikke er tilfellet om de andre aksjeeierne skulle gjennomføre tilsvarende erverv.

Som vurderingstemaet ovenfor i pkt. 2.2, viser vil en slik forskjellsbehandling være i strid med prinsippet om likebehandling, hvis ikke den kan begrunnes med at avtalen er til det beste for både selskapet og aksjeeierne. Der den uinviterte oppkjøper har et kortsiktig perspektiv med oppkjøpet kan en forskjellsbehandling rettfærdiggjøres hvor aksjeeierne og selskapet derimot har et langsiktig perspektiv med tro på god avkastning over en lengre periode. Forskjellsbehandlingen som innebærer at den uinviterte oppkjøperen avkjæres til fordel for den hvite ridderen som ivaretar selskapets og aksjeeiernes nevnte interesser vil i slike tilfeller kunne være til beste for selskapet og aksjeeierne.

Reglene om myndighetsmisbruk, jf. asal. § 6-28 må også vurderes i de tilfeller der selskapet utbetaler midler for å kjøpe ut en aksjeeier.

Styrets bruk av en hvit ridder til å kjøpe selskapets aksjer kan som nevnt potensielt innbære både en økonomisk og en organisatorisk fordel. Der styret forsøker å finne en vennligsinnet

⁹⁸ Smith 1988 s 216

tilbyder vil fordelene kunne ligge i at styret legger spesielt til rette for tilbyderer gjennom f. eks. spesielle avtaler eller forsøk på å subsidiere overkursen, som nevnt ovenfor.

Styrets beslutning om å fri til en hvit ridder vil kunne tenkes begrunnet i en tanke om at en ny tilbyder vil være bedre egnet til å ivareta selskapets og aksjeeiernes interesser enn den uinviterte oppkjøperen. Og for de tilfeller der den hvite ridderen erverver aksjer i selskapet gjennom ordinært kjøp i markedet aktualiseres som regel ingen beslutning fra målselskapets styre og generalklausulen vil ikke komme til anvendelse. Unntak kan imidlertid forekomme der selskapet selv ser for seg å dekke deler av kontrollpremien tilbyder må betale.

Ved at styret beslutter å bruke selskapets midler til å finansiere en tilbyders oppkjøp i selskapet, vil det foreligge en fordel for oppkjøper på selskapets og de andre aksjeeiernes bekostning. Formålet med slike utbetalinger er imidlertid ikke å berike mottakeren av utbetalingen, men å sørge for at kontrollen i selskapet ikke faller i hendene på en aksjeeier, som truer selskapets uavhengighet, eller eventuelt videre drift. Dette formålet vil imidlertid neppe være nok til å gå klar av generalklausulen. Den enkelte situasjon må vurderes konkret og spørsmålet må bli om fordelene med utbetalingen kan forsvares ut i fra et saklig og forsvarlig grunnlag ovenfor de øvrige aksjeeierne og selskapet, samt om den er proporsjonal i forhold til de ulemper den medfører.⁹⁹ Dette innebærer at fordelene må veie opp for eller overgå ulempene.

Selskapets midler er som nevnt i utgangspunktet ment å komme alle aksjeeierne til gode gjennom utbytte. Der det foretas en utbetaling fra selskapet til en bestemt aksjeeier for å dekke en overkurs vil denne bruken av selskapets midler således gå på bekostning av de øvrige aksjeeierne rettigheter i de samme midlene. En utbetaling av overkursen fra selskapet til selgende aksjeeier innebærer således i utgangspunktet et brudd på aksjeeiernes

⁹⁹ Truyen 2005 s 387

lovebestemte rettigheter. Mye taler derfor for at det må foreligge et strengt kravet til saklig begrunnelse for disposisjonen.

4.2.2 Utbetaling av overkurs direkte til hvit ridder

I tilsvarende tilfeller som drøftet ovenfor, kan det tenkes at målselskapet i et forsøk på å forhindre den uinviterte oppkjøper, og å komme utenom utbytteregele i medhold av asal. § 3-6, velger å yte mellomlegget som overkursen representerer direkte til den hvite ridderen i stedet for til selgende aksjeeier. For de tilfeller hvor den hvite ridderen allerede er aksjeeier i selskapet, må det i første omgang vurderes om utbetalingen skjer til vedkommende i egenskap av å være aksjeeier, slik at tilfellet i så fall omfattes av § 3-6, se drøftelsen i punkt 4.2.1.1.

I teorien er det antatt at en utbetaling i disse tilfellene ikke kan regnes for å skje i egenskap av aksjeeier, og at reglene om utbytte i medhold av asal. § 3-6 ikke kommer til anvendelse av denne grunn.¹⁰⁰ Dette må antas begrunnet i at det at den hvite ridderen tilfeldigvis er aksjeeier ikke er avgjørende for utbetalingen og at den således hadde skjedd uavhengig av det eksisterende aksjeeierforholdet. Dermed ikke sagt at det er åpenbart at der den hvite ridderen ikke er aksjeeier faller utdelingen utenfor bestemmelsens omfang.

I ordlyden til asal. § 3-6 fremkommer blant annet at også de tilfeller der utdelingen kommer aksjeeieren "*indirekte*" til gode omfattes av utdelingsbegrepet i bestemmelsen. Dette innebærer at etter omstendighetene kan også ytelser som erlegges ovenfor tredjemann omfattes av bestemmelsen såfremt den kommer aksjeeieren indirekte til gode. Selv om utdelingen av overkursen skjer fra målselskapet og direkte til den hvite ridderen vil man kunne si at transaksjonen i virkeligheten er en begunstigelse av den selgende aksjeeier, selv om denne begunstigelsen skjer via den hvite ridderen som en tredjepart.¹⁰¹ Realiteten taler her for at overføringen må omfattes av bestemmelsen, selv om en utdeling til tredjepart isolert sett ikke kan sies å omfattes av utdelingsbegrepet i § 3-6.

¹⁰⁰ Smith 1988 s 218

¹⁰¹ Ibid.

Der utdelingen skjer direkte til den hvite ridderen vil det uavhengig av forholdet til utdelingsreglene i asal. § 3-6 også måtte vurderes om forholdet omfattes av asal. § 8-10.

Fremstillingen og drøftelsen av asal. §8-10 under punkt 4.2.1.2 må her legges til grunn. Bestemmelsen legger dermed en like vid begrensning på målselskapets mulighet til å bidra økonomisk ved erverv av aksjer når dette skjer ved direkte utbetaling til den hvite ridderen som for det tilfellet der overkursen ytes til selgende aksjeeier.

Hva gjelder forholdet til bestemmelsene om likebehandling og myndighetsmisbruk vil vurderingen i disse tilfellene sammenfalle med de tilfeller der utdelingen fra selskapet skjer direkte til selgende aksjeeier gjennom en dekning av overkursen slik dette er drøftet ovenfor i pkt.4.2.1.3, og det henvises til dette punktet for en nærmere behandling av spørsmålet.

4.3 Rettet emisjon mot hvit ridder

Som nevnt ovenfor vil et potensielt forsvarstiltak ovenfor fiendtlige oppkjøp være å gjennomføre en kapitalforhøyelse ved nytegning, såkalt emisjon, som en hvit ridder tar del i. Reglene om kapitalforhøyelse følger av asal. kap. 10. En emisjon vil kunne vanskeliggjøre et oppkjøp fra en uinvitert oppkjøper fordi emisjonen medfører at målselskapet får utstedt flere aksjer, og at aksjekapitalen øker. For de tilfeller der oppkjøperen allerede eier aksjer i selskapet vil dette innebære at hans aksjepost blir utvannet dersom han ikke kjøper en forholdsmessig andel av de nye aksjene slik at hans eierandel før emisjonen opprettholdes. For de tilfeller oppkjøperen ikke allerede eier aksjer i målselskapet vil en emisjon innebærer at oppkjøperen må kjøpe flere aksjer for å få kontroll over selskapet, noe som medfører en økt kostnad.

En emisjon kan forekomme i forskjellige former.

Hovedformen er at en emisjon skjer ved beslutning av generalforsamlingen etter forutgående forslag fra styret, jf. asal. §§ 10-1 til 10-13.

En annen form for emisjon kan skje direkte etter beslutning fra styret i selskapet, som har blitt fattet med bakgrunn i fullmakt utstedt fra generalforsamlingen. Slik emisjon er regulert i asal. §§ 10-14 til 10-19. Slik fullmakt krever to tredjedels flertall på generalforsamlingen, jf. asal. § 5-18. Videre må fullmakten tilfredsstillende en rekke innholdsmessige krav som følger av asal. § 10-14 (2) nr. 1 - 6, samt at den ikke kan gjelde for lengre enn to år. Denne typen fullmakt vil være meget fordelaktig ved bruk av emisjon som forsvarstiltak mot fiendtlig oppkjøp.

Utgangspunktet for en emisjon der styret ikke er gitt fullmakt er at dette må besluttes av generalforsamlingen. I de tilfeller der selskapet føler seg truet av en uinvitert oppkjøper, og vil benytte seg av en emisjon for å forhindre at oppkjøperen får kontroll må det således innkalle til generalforsamling for å få gjennomført emisjonen. Innkallelse til generalforsamling har etter asal. § 5-10 (2) en lovfestet frist på 2 uker, og for børsnoterte selskaper er denne fristen 21 dager, jf. asal § 5-11b nr. 1. Ved at styret innehar en fullmakt til å foreta en emisjon vil man unngå innkallingsfristen, og være i posisjon til å foreta en emisjon umiddelbart etter at styret har tatt en beslutning på styremøte. På denne måten kan en emisjon foretas raskt i de situasjoner der en uinvitert oppkjøper er i ferd med å få kontroll i selskapet, eller der man mistenker at dette vil skje. En slik fleksibilitet til å ta raske beslutninger vil ofte være avgjørende for at forsvarstiltaket lykkes.¹⁰²

For at denne typen styrefullmakt skal kunne benyttes i visse oppkjøpssituasjoner kreves det imidlertid at det er spesifikt angitt i fullmakten at den er ment å gjelde nettopp for oppkjøpssituasjoner, jf. vphl. § 6-17.

Som nevnt vil en nytegnning av aksjer i utgangspunktet kunne føre til en omfordeling av aksjekapitalen i selskapet.¹⁰³ Ved at nye aksjeeiere kommer inn vil tidligere aksjeeieres eierandeler kunne bli utvannet. For å forhindre denne endringen i eierforholdene har

¹⁰² Smith 1988 s 210

¹⁰³ Woxholth 2009 s 145

aksjeeierne en lovbestemt fortrinnsrett ved emisjoner. Fortrinnsretten innebærer at aksjeeierne har rett til å tegne nye aksjer i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet, jf. asal § 10-4 (1).

En emisjon der fortrinnsretten for aksjeeierne benyttes vil imidlertid bare ha begrenset virkning som et forsvarstiltak mot en uinvitert oppkjøper. Denne typen emisjon vil medføre at det utstedes flere aksjer i selskapet som et ledd i at aksjekapitalen økes. Dette vil imidlertid ikke medføre noen annen hindring for et uinvitert oppkjøp enn at oppkjøpet blir dyrere for oppkjøper. Samtidig vil imidlertid også verdiene i selskapet øke, ved at det tilføres kapital, slik at den høyere ervervskostnaden vil reflekteres i selskapets økede verdi. Der oppkjøper har tilstrekkelige midler vil emisjonen således ha liten effekt for å forhindre oppkjøpet.

Av asal. § 10-5 følger det imidlertid at aksjeeierne kan gi avkall på fortrinnsretten der det foreligger flertall på generalforsamling som for vedtektsendring, dvs. to tredjedels flertall, jf. asal. § 5-18. For de tilfeller der styret er gitt en fullmakt, kan en fravikelse av den lovbestemte fortrinnsretten kun skje der dette er angitt i fullmaktsbeslutningen fra generalforsamlingen, jf. asal. 10-14 (2) nr. 3.

En fraskrivelse av fortrinnsretten åpner for såkalte rettede emisjoner.

En rettet emisjon er et langt mer effektivt forsvarstiltak mot uinvitert oppkjøp enn en emisjon med fortrinnsrett. En rettet emisjon tillater at selskapet henvender seg direkte til en hvit ridder, og tilbyr denne å kjøpe aksjer i selskapet. På denne måten vil en hvit ridder gis en større eierandel i selskapet, samtidig som dette vil vanne ut eierandelen til den uinviterte aksjeeieren som forsøker å få kontroll over selskapet. På denne måten kan ledelsen/flertallet i målselskapet forhindre at en uinvitert oppkjøper kjøper seg opp til en andel som gir bestemmende innflytelse i selskapet.¹⁰⁴

¹⁰⁴ Woxholth 2009 s 145

Asal. inneholder ingen særskilte begrensninger med hensyn til hvem aksjene som utstedes ved en rettet emisjon skal tilegnes, og under hvilke vilkår dette skal gjøres.¹⁰⁵ Målselskapet står således i utgangspunktet fritt til å henvende seg til investorer som de mener selskapet vil være tjent med å knytte seg opp mot i et forsøk på å forhindre at et fiendtlig oppkjøp finner sted. Selv om det ikke foreligger særskilte regler som regulerer utstedelse av aksjer ved emisjon, vil dette naturligvis uansett omfattes av de nevnte reglene om myndighetsmisbruk i asal., og av de allmenne misbruksprinsipper i selskapsretten og verdipapirretten.¹⁰⁶

Det er imidlertid lagt til grunn i teori¹⁰⁷ og praksis¹⁰⁸ at det formodentlig gjelder som et allment prinsipp at en fravikelse av fortrinnsretten til fordel for andre må være saklig begrunnet i selskapets interesse. Dette vil innebære en begrensning for fravikelse av fortrinnsretten og således i forhold til hvem som kan trekkes inn som en hvit ridder for selskapet.

Hvilke grupper av potensielle aksjeeiere som selskapet kan sies å ha særlig interesse i å knytte til seg kan imidlertid ofte by på tvil, men dette vil ofte måtte være personer som har egenskaper i form av kunnskap eller kapital som kan komme selskapet til gode. Tvil kan imidlertid også reises i forhold til hva som må sies å omfattes av selskapets interesse. Et sentralt element er vinningsformålet, herunder aksjeeiernes interesse i å få avkastning for sine investeringer i selskapet. Men hvilke andre elementer som omfattes, og som styret i selskapet kan være forpliktet til å ta i betraktning, og om enkelte hensyn ved motstrid må gå foran andre, er i aller høyeste grad uklart.

¹⁰⁵ Aarbakke 2004 s 683

¹⁰⁶ Ibid.

¹⁰⁷ Andenæs 1998 s 395

¹⁰⁸ RG 1996 s 491

Slike kryssende interesser kan foreligge mellom selskapet og aksjeeiere, mellom forskjellige grupperinger av aksjeeiere, eller mellom selskapet og kreditorer. For tilfellet av motstrid mellom selskapets interesse i å bestå som sådant og generere et overskudd, og aksjeeiernes interesse i f. eks. en rask avkastning ved et salg som igjen vil kunne innebære at selskapet avvikles, ligger det i aksjeselskapsrettens system at det er eierne som har øverste myndighet i selskapet. Mye taler dermed også for at deres interesse må gå foran selskapet som sådant sin interesse.

Der det foreligger motstrid mellom aksjeeiergrupperinger følger det av teorien at styret, som et utgangspunkt, må legge vekt på å forvalte selskapet ut fra den langsiktige investors interesse (som stort sett også er synonymt med selskapets som sådant sin interesse), med mindre generalforsamlingen bindende har vedtatt noe annet.¹⁰⁹ Dette fordi styret er satt til å forvalte selskapet, og har en selvstendig styrefunksjon i forvaltningen så lenge aksjeeierne har gitt uttrykk for sine oppfatninger, herunder ved å fastlegge forutsetninger for forvaltningen av selskapet gjennom vedtekter eller generalforsamlingsbeslutninger, jf. asal. § 5-1.

Kravet til saklig begrunnelse i selskapets interesse, slik dette fremkommer i forarbeidene, tyder på at det ikke har vært hensikten at dette skal være et selvstendig krav, men at det må knyttes opp mot generalklausulen om myndighetsmisbruk.¹¹⁰ En slik fortolkning finner også støtte i rettspraksis der det uttales at en rettet emisjon ikke kan benyttes på en måte som er i konflikt med generalklausulen i asal. § 6-28, og at utgangspunktet derfor må være at den rettede emisjonen må være saklig begrunnet i selskapets interesse slik kravet er i generalklausulen.¹¹¹ På bakgrunn av dette vil det være naturlig å fortsette drøftelsen etter asal. § 6-28 om myndighetsmisbruk.

¹⁰⁹ Aarbakke 2004 s 494

¹¹⁰ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s 24

¹¹¹ RG 1996 s 491

4.3.1 Forholdet til myndighetsmisbruk og likhetsprinsippet

Ved gjennomføring av en rettet emisjon mot en hvit ridder vil fortrinnsretten være fraveket, og emisjonen vil medføre en utvanning av aksjeeiernes andel i aksjekapitalen, og deres andel av stemmene på generalforsamlingen. Dette innebærer således en fordel av både økonomisk og organisatorisk karakter for den hvite ridderen.

En rettet emisjon vil medføre en varig endring i selskapsforholdet.

Dette er da også formålet med en rettet emisjon som virker blokkerende, nemlig å endre maktbalansen i selskapet, noe som vil innebære en krenkelse av de organisatoriske rettighetene. En rettet emisjon vil dermed i de fleste tilfeller i utgangspunktet være en urimelig fordel, og det kreves således at den kan legitimeres av en saklig og forsvarlig begrunnelse for at den ikke skal omfattes av generalklausulen.

I første omgang vil det ofte være styret i selskapet som definerer hva som er et fiendtlig oppkjøp, men styrets vurdering vil som tidligere nevnt ikke nødvendigvis være sammenfallende med aksjeeiernes interesser. Man har ingen garanti for at styret ikke har sin egen agenda ved å innhete en hvit ridder. For eksempel kan det tenkes at styret bevisst søker å finne en hvit ridder som er villig til å la det sittende styret fortsette å drive selskapet uten for store omveltninger. Hensynet til ledelsens posisjoner og egeninteresser er åpenbart ikke relevant i saklighetsvurderingen av en emisjon.¹¹² Hvorvidt en rettet emisjon mot en hvit ridder omfattes av generalklausulen om myndighetsmisbruk, vil i stor grad avhenge av begrunnelsen for å forhindre et oppkjøp.

Avgjørende blir om det foreligger proporsjonalitet mellom emisjonens umiddelbare krenkelser av aksjeeiernes rettigheter, samt de fordeler emisjonen, som er besluttet av styret, er egnet til å medføre.¹¹³ Emisjonen må i første omgang vurderes i forhold til

¹¹² Truyen 2005 s 418

¹¹³ Ibid s 387

vinningsformålet, altså den samlede gevinstmaksimeringen for selskapet og aksjeeierne over tid, og den effekt den har på det på kort og lang sikt.¹¹⁴

I et velfungerende marked vil et oppkjøp i utgangspunktet være i aksjeeiernes interesse fordi oppkjøper, såfremt markedet er velfungerende, vil yte en kontrollpremie for aksjene, det vil si en overkurs som tar hensyn til ikke bare aksjekursen, men også underliggende verdier i selskapet. På denne måten kan et salg av aksjene innebære en betraktelig meravkastning for de selgende aksjeeierne, noe som må sies å ligge i kjernen av hva som normalt er intensjonen med en investering. Dette taler for at en emisjon, som forhindrer en slik avkastning, ikke er i aksjeeiernes interesse, og at det således ikke foreligger noen saklig grunn. På den annen side vil en slik saklig begrunnelse kunne foreligge der prisen fra oppkjøperen ikke reflekterer selskapets fremtidige inntjening neddiskontert til nåverdi. Selskapet må således sannsynliggjøres at vinningsformålet best blir ivaretatt hvis aksjeeierne ikke selger aksjene sine.¹¹⁵

Fordelen ved en emisjon for å forhindre et fiendtlig oppkjøp må også vurderes i lys av den tegningskurs som fremsettes. Utgangspunktet vil være at en tegningskurs som ikke reflekterer selskapets underliggende verdier utgjør en favørkurs. Der oppkjøpers tilbud overstiger de underliggende verdier vil dette tilbudet danne grunnlaget for den nedre grensen for favørkurs.¹¹⁶ Hvis tegningskursen liggere lavere enn dette vil det innbære en utvanning av selskapets verdier i forhold til aksjer.¹¹⁷ En slik utvanning er åpenbart negativt, og vil måtte vurderes opp mot fordelene ved å forhindre oppkjøpet ved en emisjon.

¹¹⁴ Ibid. s 388

¹¹⁵ Ibid s 416

¹¹⁶ Ibid.

¹¹⁷ Ibid. s 417

I utgangspunktet vil en emisjon til underkurs fremstå som negativt for henholdsvis selskapet og de øvrige aksjeeierne. Men det vil kunne tenkes tilfeller der fordelene, ved at oppkjøpet ikke gjennomføres, vil legge til rette for effektivering av en fremtidig kontantstrøm for aksjeeierne, som således vil kunne veie opp for den negative effekten den umiddelbare utvanningen av selskapets verdier innebærer. Dermed vil dette kunne rettferdiggjøre den fordel emisjonen til underkurs innebærer for den hvite ridderen, og den ulempen den medfører i utvanning av verdier.

En slik utvanning ved favørkurs kan imidlertid tallfestes, i motsetning til fordelene ved å forhindre et fiendtlig oppkjøp som kun utgjør en verdi basert på prognoser.¹¹⁸ Dette er en klar indikasjon på at hensynet til vinningsformålet må tale for at en rettet emisjon mot en hvit ridder vil måtte innebære en slik fordel for aksjeeierne og selskapet at den klart overgår ulempene, for å gå klar av generalklausulen.

Som vist vil generalklausulen om myndighetsmisbruk sette relativt klare rammer for hvordan, og i hvilke tilfeller, styret kan foreta en rettet emisjon for å forhindre et oppkjøp. Kravet til fordelene i proporsjonalitetsvurderingen må i tillegg være høyere der emisjonen skjer til underkurs, fordi dette innebærer en ytterligere krenkelse av de økonomiske rettighetene til de øvrige aksjeeierne, og det avgjørende vil være om forsvarstiltaket er begrunnet ut i fra de interesser styret er ment å ivareta, nemlig selskapets og aksjeeiernes.

Der styret i målselskapet foretar en rettet emisjon mot en hvit ridder for å forhindre et uinvitert oppkjøp, vil også forholdet til likhetsprinsippet bli satt på spissen. Hensynet bak regelen om fortrinnsrett er at aksjeeierne ikke skal forskjellsbehandles og risikere at deres andel i selskapskapitalen, samt at deres organisatoriske rettigheter, vannes ut. Ved at styret etter fullmakt beslutter å foreta en rettet emisjon mot en hvit ridder vil fortrinnsretten være fraveket, og emisjonen vil innebære en forskjellsbehandling.

¹¹⁸ Ibid.

En rettet emisjon vil dermed, i sin form, oppfattes som en krenkelse av likhetsprinsippet. Imidlertid er det naturligvis slik at når generalforsamlingen har utstedt styret med en rettet emisjonsfullmakt, innebærer dette at flertallet bevisst har sagt seg villig til å frasi seg retten til likebehandling.

På den annen side er likhetsprinsippet nettopp ment å verne om mindretallet, for eksempel de som ikke fikk sine interesser ivaretatt ved beslutningen.

I denne sammenheng er det verdt å merke seg at prinsippet om likebehandling vil komme til anvendelse selv om en beslutning er formelt gyldig, og hensynet til å beskytte mindretallet mot usaklig forskjellsbehandling er fremdeles like sterkt. Prinsippet kan imidlertid ikke strekkes for langt i å undergrave majoritetens beslutninger da det kun er i de tilfeller der aksjeeiernes interesser er krenket på en *usaklig måte* at likhetsprinsippet får anvendelse. Det avgjørende må som nevnt i kap. 2 være i hvilken grad den rettede emisjonen er saklig begrunnet i både selskapets og aksjeeiernes interesser, med utgangspunkt i det felles vinningsformålet.

Et slikt tilfelle kan tenkes der oppkjøperen kun er ute etter å stykke opp selskapet, for deretter å selge hele eller deler av dette etter at oppkjøpet er gjennomført. Her vil en bruk av hvit ridder være i selskapets interesse fordi selskapet i de fleste tilfeller er etablert for å bestå som selskap over tid, herunder for å generere et overskudd til aksjeeierne. For aksjeeierne kan det tenkes at tilbudet fra oppkjøper ikke gjenspeiler den fremtidige kontantstrømmen i selskapet som er egnet til gå gi de utbytte. I et slikt tilfelle vil en rettet emisjon mot en hvit ridder være i begge parter interesse fordi det tjener det felles vinningsformål best at selskapet består.

Et tilbud fra en oppkjøper vil i de fleste tilfeller innebære at aksjeeierne tilbys en kontrollpremie for aksjene. Dette innebærer en økt avkastning på aksjeeiernes investering og et bud på aksjene med påfølgende salg vil i mange tilfeller således være i aksjeeiernes interesse. Samtidig innebærer en rettet emisjon i utgangspunktet en forskjellsbehandling

som medfører at aksjeeiernes rettigheter krenkes. Sett i sammenheng taler dette for at kravet til at den rettede emisjonen må være saklig begrunnet må tolkes strengt dersom emisjonen er ment for å forhindre et oppkjøp.

I tillegg til de begrensninger som er lagt til grunn i de nevnte prinsipper må også forholdet til vphl. § 6-17 behandles. Bestemmelsen oppstiller en rekke begrensninger på styrets handlingsfrihet i en oppkjøpssituasjon.

4.4 Begrensninger etter at pliktig tilbud er fremsatt – vphl. § 6-17

En særlig begrensning i oppkjøpssituasjoner følger av vphl. § 6-17. Bestemmelsen tar sikte på å legge en rekke begrensninger på hvilke handlinger styret eller ledelsen i målselskapet kan foreta seg i en oppkjøpssituasjon. For denne fremstillingens formål, følger den sentrale delen av bestemmelsen av første ledd:

”Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 6-1, § 6-2 annet ledd eller § 6-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om,

- 1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,”*

Og andre ledd:

”Denne paragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.”

De øvrige begrensninger for styrets handlefrihet i bestemmelsens punkt 2, 3 og 4 faller utenfor omfanget av bruken av hvit ridder som forsvarstiltak og er således ikke relevant for denne oppgaven.

4.4.1 Bakgrunnen for bestemmelsen

Vphl. § 6-17 er ment å forankre prinsippet om at ledelsen og styret i et selskap er pliktige til å ivareta aksjeeiernes interesser, og at det bør være opp til aksjeeierne å avgjøre om de vil akseptere et bud på selskapet eller ikke.¹¹⁹ Felles for de fire begrensningene bestemmelsen legger på styret og ledelsens handlingsrom i en oppkjøpssituasjon, er at de alle kan brukes i et forsøk på å forhindre at et oppkjøp finner sted, enten dette skjer ved at oppkjøperens posisjon svekkes, eller at selskapet gjøres mindre interessant.

Bestemmelsen er ment å begrense mulighetene styret og ledelsen i målselskapet har til å benytte slike forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp. På denne måten vil man forhindre at styret og ledelsen i målselskapet blander sine egne og aksjeeiernes interesser ved å benytte fullmakter disse tidligere har fått fra generalforsamlingen.¹²⁰

I den grad styret mener at selskapet ikke er tjent med å bli kjøpt opp er utgangspunktet i lovens system at de ikke selv kan foreta denne avgjørelsen på vegne av selskapet og aksjeeierne, men må nøye seg med å gi veiledning til aksjeeierne gjennom en uttalelse, jf. vphl. § 6-16.¹²¹ Eventuelt kan de arbeide for at en hvit ridder skal komme selskapet til unnsetning med et bedre bud. Bestemmelsen nedlegger således ikke noe forbud mot bruken av hvit ridder i en oppkjøpssituasjon, men er ment å sørge for at dette er forankret i selskapets og aksjeeiernes interesser, og ikke i styrets egen. Vphl. § 6-17 sin nåværende utforming er ment å implementere Takoverdirektivets art. 9. Imidlertid er det av interesse å bemerke at i forhold til reguleringen av bruken av hvit ridder skiller direktivet seg fra den norske bestemmelsen ved at det i direktivet eksplisitt fremgår at styret i en oppkjøpssituasjon kan jobbe for å finne en hvit ridder. Forholdet til direktivet vil bli omtalt nedenfor.

¹¹⁹ Verdipapirhandelloven 2002 s 383

¹²⁰ NOU 1996:2 s 126

¹²¹ Verdipapirhandelloven 2002 s 383

Videre er bestemmelsen også et vern for oppkjøper mot disposisjoner fra målselskapets styre som kan medføre endringer i selskaps økonomiske verdi eller karakter. Bakgrunnen for dette vernet er at der oppkjøper legger frem et pliktig tilbud har han ingen mulighet til å ta forbehold i tilbudet, og således begrense styret i målselskapets mulighet til å foreta endringer. Som følge av at tilbudsplikten inntreffer har oppkjøper forpliktet seg til å overta aksjene fra de aksjeeierne som ønsker å selge, og gode grunner taler derfor for at styret i målselskapet ikke skal ha anledning til å vesentlig forrykke forutsetningene for oppkjøpet.

4.4.2 Forholdet til Takeoverdirektivet

Bakgrunnen for de endringer som vphl. medførte i forhold til verdipapirhandeloven av 1997 har forankring i Takeoverdirektivet.¹²² Direktivet er i all hovedsak inkorporert i norsk rett i verdipapirhandelovens kapittel 6 om overtakelsestilbud.¹²³ For å fullt ut forstå bakgrunnen og formålet med vphl. § 6-17, og de begrensninger denne legger på styrets muligheter for å forhindre et fiendtlig oppkjøp, må man derfor vurdere bestemmelsen i lys av direktivet.

Først og fremst er formålet med Takeoverdirektivet å legge til rette for flere oppkjøp gjennom felles regler for overtakelser innenfor EU.¹²⁴ Men et annet vesentlig hensyn bak direktivet er å etablere et sett regler for overtakelsestilbud som kan sikre beskyttelse og likebehandling av aksjeeierne i målselskapet, da særlig minoritetsaksjonærene.¹²⁵ Direktivet er et såkalt minimumsdirektiv og åpner således for at medlemsstatene kan etablere flere og strengere regler enn det som er regulert i direktivet, jf. art. 3 (2).¹²⁶

Artikkel 9 fastsetter en regel som forbyr styret i målselskapet fra å foreta enhver ikke-nøytralt handling i oppkjøpssituasjoner. Etter art. 9 (2) kan styret i tilbudsperioden ikke

¹²² Guldbrandsen 2008 s 258

¹²³ Hansen 2010 s 3

¹²⁴ Sjøfjell 2009b s 297

¹²⁵ Ibid. s 165

¹²⁶ Guldbrandsen 2008 s 258

uten generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse foreta seg noe, (jf. ”any action”) som kan være til hinder for oppkjøpstilbudet.¹²⁷ Videre heter det i art. 9 (3) at blant annet kreves det forhåndsgodkjennelse av enhver beslutning som ikke er en del av selskapets normale forretningsdrift og som vil kunne være til hinder for gjennomføringen av oppkjøpet.¹²⁸

Den norske tilnærmingen til direktivet er imidlertid langt mer konkret i forhold til å legge begrensninger på styret i målselskapets disposisjoner. Direktivets vide utforming (jf. ”any action”) kan på en side sies å ha fordeler da det åpner for en mer fleksibel tilnærming til reguleringen av styrets handlingsfrihet.¹²⁹ Videre vil et generelt utformet forbud være bedre egnet til å fange opp eventuelt nye forsvarstiltak som kunne tenkes utformet. På den annen side vil et slikt vidt forbud gjøre det vanskelig for styret i et målselskap å forutsi hvilke disposisjoner som krever generalforsamlingens godkjennelse for å kunne iverksettes, samt at forutberegnligheten for potensielle oppkjøpere svekkes.

I forarbeidene til vphl. § 6-17 fremkommer det at *”hensynet til forutberegnlighet og klarhet i forhold til hvilke disposisjoner som etter loven krever generalforsamlingens forhåndsgodkjennele”* taler til fordel for en mest mulig konkret utformet regulering.¹³⁰ Videre ble det også lagt vekt på at en for vid og generell innskrenkning av styret og ledelsens handlefrihet ikke ville ivareta hensynet til at målselskapets alminnelige forretningsdrift bør kunne løpe uforstyrret av tilbudet.¹³¹

Selv om art. 9 (2) i direktivet forbyr alle ikke-nøytrale handlinger, er det gjort et eksplisitt unntak og gitt tillatelse for styret til å innhente alternative bud, søke en hvit ridder.

¹²⁷ NOU 2005:17 s 52

¹²⁸ Ibid.

¹²⁹ Ibid.

¹³⁰ Ibid. s 53

¹³¹ NOU 2005:17 s 53

Vphl. § 6-17 er positivt avgrenset, og alle de disposisjoner som ikke er opplistet vil i utgangspunktet ikke rammes av bestemmelsen. På denne måten vil jakten på en hvit ridder i utgangspunktet måtte være lovlig da det ikke er nevnt i bestemmelsen.

Begrunnelsen for at både direktivet og vphl., åpner for bruken av hvit ridder må antas å ligge i at fremsettelse av konkurrerende bud vil være i aksjeeiernes interesse om å få best mulig avkastning på deres investering i selskapet. Dette vil åpne for at styret i målselskapet kan innhente bud på selskapet, og på den måten legge til rette for at den tilbyder som ser de beste muligheter for synergi effekter og verdiskapning, og som dermed er villig til å betale mest får tilslag på budet sitt.

På den annen side kan en budkrig på selskapet også medføre at det betales en overpris for selskapet, eller at de som faktisk hadde vært den beste oppkjøperen ut i fra et forretningsmessig perspektiv kommer til kort mot en tilbyder med mer kapital. Dette vil selvfølgelig være gode nyheter for de aksjeeierne som ønsker å selge, men kan være uheldig ut fra et annet perspektiv. Videre har man som nevnt heller ingen garanti for at styret ikke har sin egen agenda om å beholde sine posisjoner ved å innhente en bestemt hvit ridder.

På bakgrunn av dette må det derfor settes begrensninger på styrets muligheter til å søke hvite riddere. Slike begrensninger foreligger der styret i målselskapet ønsker å foreta en rettet emisjon. Disposisjonen vil omfattes av vphl. § 6-17 (1) nr.1 ved mindre unntaket etter andre ledd foreligger.

På denne måten er muligheten for å søke hvit ridder ikke unntatt fra norsk rett, men må innfortolkes i vphl. § 6-17 med de begrensninger som følger av bestemmelsen og prinsippene om myndighetsmisbruk og likebehandling av aksjeeierne.

4.4.3 Nærmere om innholdet i vphl. § 6-17

4.4.3.1 Bestemmelsens anvendelsesområde

Vphl. § 6-17 legger bare begrensninger på styrets handlefrihet for de tilfeller der selskapet er underrettet om tilbud som skal *”fremsettes etter § 6-1, § 6-2 annet ledd eller § 6-6”*.

Dette innebærer at bestemmelsen kommer til anvendelse der overtakelsestilbudet fremsettes etter reglene om pliktig tilbud.

Etter § 6-1 skal et pliktig tilbud om overtakelse av alle aksjene i selskapet fremsettes til de øvrige aksjeeierne når en oppkjøper *”gjennom sitt erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene”* i selskapet. Tilbudsplikten inntre i utgangspunktet for enhver erverver som oppfyller vilkårene i bestemmelsen og tilbudsplikten gjelder for alle aksjene i selskapet uavhengig av aksjeklasse. Formålet med tilbudsplikten er i all hovedsak å sikre minoritetsaksjonærene i selskapet en mulighet til å trekke seg ut av selskapet etter at det er gjort et erverv av selskapets aksjer som innebærer en endring a kontroll i selskapet.¹³² Videre sikrer reglene om tilbudsplikt at minoritetsaksjonærene får sin andel av den kontrollpremien som ofte betales ved erverv av en kontrollerende aksjepost.¹³³ På denne måten sikres en økonomisk likebehandling av alle aksjeeierne i selskapet.

Vphl. § 6-17 vil imidlertid også komme til anvendelse for frivillig tilbud, vphl. § 6-19 (1). Etter bestemmelsen første ledd fremgår det at *”frivillig tilbud”* vil omfatte de tilbud der en aksept fra alle som kan benytte seg av tilbudet vil utløse tilbudsplikten etter § 6-1. Videre følger det av andre ledd at tilbudet likevel ikke vil være et *”frivillig tilbud”* der tilbudet kun rettes særskilt til enkelte aksjeeiere. Tilbud som betraktes som individuelle kjøpsforhold omfattes således ikke.

¹³² Verdipapirhandelloven 2002 s 251

¹³³ Ibid. s 246

4.4.3.2 Begrensningenes innhold

For denne oppgavens del, og omtalen av bruken av en rettet emisjon mot en hvit ridder, er det bestemmelsens første ledd nr. 1 som er av interesse, samt unntakene i andre ledd.

I første ledd nr. 1 følger det at styret eller daglig leder ikke kan

”treffe vedtak om utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap”

Uttrykket finansielle instrumenter må forstås i medhold av definisjonsbestemmelsen i vphl. § 2-2. På bakgrunn av denne må det legges til grunn at uttrykket er ment å omfatte alle typer av finansielle instrumenter, men vil for tilfellene av fiendtlige oppkjøp og oppkjøpssituasjoner være mest aktuelt i forhold til aksjer og finansielle instrumenter som gir rett til aksjer ved tegning eller konvertering.¹³⁴

Utgangspunktet for denne typen disposisjoner er imidlertid at de må vedtas av generalforsamlingen, slik som for eksempel er tilfellet ved utstedelse av konvertible lån etter asal. § 11-2. På denne måten vil bestemmelsen ikke legge noen begrensning på styret og daglig leder, fordi dette er disposisjoner de i utgangspunktet ikke har kompetanse til å foreta. En kompetanse til å foreta de nevnte disposisjoner kan imidlertid delegeres til styret gjennom en forhåndsgitt styrefullmakt, jf. for eksempel asal. § 10-14 og 11-8, og det er nettopp disse unntakene fra lovens utgangspunkt bestemmelsen er ment å regulere.¹³⁵

Bestemmelsen tar sikte på å forhindre at slike fullmakter misbrukes av styret ved at de brukes på en måte som ikke ivaretar aksjeeiernes interesse i en oppkjøpssituasjon.

Bestemmelsens første ledd nr. 1 nedsetter også et forbud mot utstedelser av aksjer og finansielle instrumenter i datterselskap. Dette forbudet har en effektiv karakter ved at denne

¹³⁴ Ibid. s 388

¹³⁵ Ibid.

typen disposisjoner normalt vil kunne foretas i morselskapet gjennom dets kontroll på generalforsamlingen i datterselskapet.

Bestemmelsen avskjærer således styrets mulighet til å foreta en rettet emisjon mot en vennligsinnet aksjeeier etter at tilbudsperioden er inntrådt. Slik det vil fremgå av den følgende drøftelsen foreligger imidlertid i bestemmelsens annet ledd et unntak fra dette utgangspunktet.

4.4.3.3 Vphl. § 6-17 annet ledd - Unntak fra begrensningene

I bestemmelsens annet ledd følger det to unntak fra forbudene i første ledd.

”Denne paragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.” (min understrekning.)

Bakgrunnen for de to unntakene er at for de situasjoner de er ment å regulere, vil ikke hensynet til beskyttelse av tilbyder mot forsvarstiltak og aksjeeiernes interesser gjøre seg gjeldende på lik linje som ellers.¹³⁶

4.4.3.3.1 Normale løpende forretningsdrift

Det første unntaket fra begrensningene i vphl. § 6-17 knytter seg til de disposisjoner som er en del av selskapets ”normale løpende forretningsdrift”. Hva som ligger i dette uttrykket er vanskelig å si noe om på generell basis, men det må kunne legges til grunn at for de fleste tilfeller så vil ikke begrensningene som følger av bestemmelsens første ledd være en del av selskapets normale løpende forretningsdrift.¹³⁷ Begrunnelsen for dette må være at de

¹³⁶ Ibid. s 391

¹³⁷ NOU 1996:2 s 126

disposisjoner som er unntatt som regel vil være vesentlig for selskapets stilling og økonomi og at de således ikke er av normal og løpende forretningsmessig karakter.¹³⁸

Det fremkommer også i forarbeidene at *”disposisjoner som øker eller reduserer selskapets (konsernets) størrelse, kan føre til at selskapet endrer vesentlig karakter. Slike disposisjoner kan bl.a. få betydning for verdien av selskapet. I alle fall bør styret eller ledelsen ikke kunne treffe disse typer vedtak på egen hånd i oppkjøpssituasjoner.”*¹³⁹

Uttalelsen må tas til inntekt for at denne typen disposisjoner ikke omfattes av normal løpende forretningsdrift. En rettet emisjon mot en hvit ridder vil øke kapitalen i selskapet, medføre endringer i selskapets eierstruktur og dermed også medføre endringer av selskapets karakter. På bakgrunn av dette er det mye som taler for at en rettet emisjon mot en hvit ridder i utgangspunktet ikke omfattes av unntaket, og således rammes av de begrensningene som i utgangspunktet legges på styrets handlingsrom i bestemmelsens første ledd nr 1.

Det må imidlertid for hvert enkelt tilfelle foretas en konkret helhetsvurdering om hvorvidt disposisjonen omfattes av unntaket.¹⁴⁰ Dette fordi et hvert selskap vil ha forskjellig karakter og forretningsdrift og for enkelte tilfeller kan disposisjoner etter første ledd kunne tenkes å ligge tett opp til eller være en del av selskapets løpende forretningsdrift. Grensen mellom hva som må anses for å være et forsvarstiltak og hva som faller inn under selskapets løpende drift kan for en del tilfeller være vanskelig å fastsette, men det må antas at det allikevel vil fremstå som forholdsvis klart når et tiltak i praksis er et forsvarstiltak fra målselskapets styre.¹⁴¹

¹³⁸ Verdipapirhandelloven 2002 s 391

¹³⁹ NOU 1991:25 s 71

¹⁴⁰ Verdipapirhandelloven 2002 s 391

¹⁴¹ NOU 1996:2 s 126

4.4.3.3.2 Fullmakt

Det andre unntaket som følger av vphl. § 6-17 (2) er for de tilfeller der

”generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.”

Det avgjørende er her at fullmakten er gitt og formulert slik at den uten tvil er ment å omfatte de tilfeller der selskapets aksjer blir forsøkt kjøpt opp og at formålet med fullmakten er å gi styret i selskapet en mulighet til å iverksette forsvarstiltak for å forhindre at oppkjøpet lykkes.¹⁴²

Begrensningene på styrets handlingsrom som følger av § 6-17 er som tidligere nevnt gitt av hensyn til aksjeeierne og deres interesser. For de tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret en fullmakt med sikte på en oppkjøpssituasjon, må det kunne legges til grunn at aksjeeierne har vurdert situasjonen og tatt et bevisst valg om at det er best at styret står fritt til å iverksette forsvarstiltak etter fullmakten. Hensynet til aksjeeiernes interesse er i så måte ivaretatt gjennom fullmakten og det er dermed ingen grunn til at bestemmelsen skal begrense styrets handlingsrom.¹⁴³

Imidlertid kan det tenkes situasjoner hvor en slik argumentasjon ikke er tilstrekkelig forankret i de grunnleggende hensyn som vphl. og asal. er ment å ivareta.

For fullmaktenes vedkommende kreves det ikke at de er gitt for en bestemt situasjon eller tilfelle. I asal. § 10-14 fremkommer det at en fullmakt kan være gitt på forhånd, men har en begrenset anvendelses periode på opp til 2 år. Aksjene i et børsnotert selskap vil ofte være gjenstand for stor omsettelighet på børsen, og i løpet av en 2 års periode vil aksjeeier sammensetningen kunne være forandret. Dette kan medføre at en fullmakt som ligger hos styret ikke lenger gjenspeiler flertallet av aksjeeiernes interesser og vilje.¹⁴⁴ Disse

¹⁴² Ibid.

¹⁴³ Verdipapirhandelloven 2002 s 391

¹⁴⁴ Smith 1988 s 210-211

potensielle konfliktsituasjonene er imidlertid ivaretatt ved at generalforsamlingen, i kraft av å være øverste myndighet i selskapet, jf asal. § 5-1, til enhver tid kan endre eller trekke fullmakten tilbake.

En styrefullmakt gir imidlertid ikke styret en generell kompetanse til å iverksette forsvarstiltak. For å finne ut av hva fullmakten omfatter må den gjøres gjenstand for en objektiv tolkning og de forskjellige aksjeeiernes hensikt ved vedtakelsen av styrefullmakten kan således ikke være av betydning.¹⁴⁵ Generalforsamlingen kan altså sette begrensninger for når og hvordan en fullmakt kan brukes. Til tross for slike begrensninger kan det allikevel tenkes at styret kan benytte en fullmakt i en oppkjøpssituasjon ut i fra egne interesser, eller interesser som ikke er sammenfallende med aksjeeiernes. På denne måten skjærer unntakene for tilfeller som i utgangspunktet faller inn under forbudet i bestemmelsens første ledd, og de hensyn den er ment å ivareta. Dette viser at unntakene i § 6-17 på dette punkt ikke ivaretar aksjeeiernes interesser i tilstrekkelig grad fordi styrets bruk av fullmakten ikke utelukkende kan sies å være begrunnet i aksjeeiernes interesse.

Som nevnt innledningsvis i kap. 2 foreligger det imidlertid en lojalitetsplikt for styret til å ivareta selskapets og aksjeeiernes interesser ved forvaltningen av selskapet.

Lojalitetsplikten følger blant annet av generalklausulen i asal. § 6-28, og det er nettopp for situasjoner som dette, der enkelte bestemmelser utilsiktet åpner for misbruk, at reglene mot myndighetsmisbruk er ment å komme inn å sørge for at de legitime interessene ivaretas. Styrets interesse i å beholde sine posisjoner vil som nevnt ikke være en legitim interesse å ta hensyn til i en slik vurdering. Styrets bruk av fullmakten for å forhindre et fiendtlig oppkjøp må derfor til enhver tid vurderes ut i fra om dette er i selskapets og aksjeeiernes interesse. Vurderingen må som nevnt bero på om det foreligger proporsjonalitet mellom disposisjonens umiddelbare fordeler og ulemper for selskapet og aksjeeierne.¹⁴⁶

¹⁴⁵ Solem 2001 s 466

¹⁴⁶ Truyen 2005 s 387

Generalklausulen vil på denne måten begrense styrets mulighet til å benytte seg av en fullmakt i en oppkjøpssituasjon. Selv om det måtte foreligge en fullmakt for styret som er ment å kunne benyttes for nettopp det formålet, og således forhindre et fiendtlig oppkjøp, må det kunne legges til grunn at en bruk av fullmakten der dette ikke vil være i selskapets og aksjeeiernes interesse, vil være i strid med generalklausulen.

Det kan således konstateres at generalklausulen også i denne sammenheng innskrenker styrets handlingsrom.

4.4.3.4 Begrensningenes inntreden

I vphl. § 6-17 fremkommer det at begrensningene på styrets handlefrihet inntreffer etter at *”selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes”*.

Normalt sett vil det være tilbyder selv som underretter selskapet. Etter vphl. § 6-8 første ledd skal erververen straks gi melding til tilbudsmyndigheten og selskapet når det er inngått avtale om oppkjøp av aksjer som vil innebære at tilbudsplikten etter § 6-1 utløses.

Meldingen skal deretter offentliggjøres av tilbudsmyndigheten. Meldingen skal således gis allerede på avtaletidspunktet.¹⁴⁷ Det må legges til grunn at når tilbyder gir melding om tilbud er dette bindende og kan ikke trekkes tilbake.¹⁴⁸

4.4.3.5 Begrensningenes opphør

I vphl. § 6-17 fremkommer det at bestemmelsens begrensninger på styrets handlefrihet først opphører når *”tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart”*.

Tilbudsperioden er den tid en aksjeeier har til å akseptere tilbudet. Tilbudsperioden regnes for å begynne i det aksjeeieren mottar tilbudet og etter vphl. § 6-11 kan tilbudsperioden for de pliktige tilbudene ikke settes til kortere enn fire uker og er oppad begrenset til seks uker. For frivillig tilbud kan imidlertid tilbudsperioden være fra to til ti uker, jf. vphl § 6-19 (5), annet punktum.

¹⁴⁷ Bergo 2008 s 245

¹⁴⁸ Ibid.

I tillegg til at tilbudsperioden må være utløp kreves det at *”resultatet er klart”*. En naturlig forståelse ut i fra uttrykkets sammenheng taler for at det refereres til hvor mange av selskapets aksjeeiere som har akseptert tilbudet fra tilbyder ved tilbudsperiodens utløp. På samme måte stiller det seg usikkerhet til hva det innebærer at resultatet må være *”klart”*. Ordlyden gir ingen indikasjoner på om resultatet må være *”klart”* for tilbyder, selskapet eller markedet.

I NOU 1991: 25 s 90 heter det at

”Restriksjonene gjelder inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet av tilbudet klart. Det vil imidlertid i det enkelte tilfellet kunne tenkes at resultatet av oppkjøpet ikke vil være klart umiddelbart etter utløpet av tilbudsperioden, slik at det fortsatt vil være uklarhet omkring kontrollsituasjonen i selskapet. Det vil i en slik situasjon være uheldig om styret skulle kunne fatte vedtak som kan tenkes å stride mot interessene til en eventuell ny kontrollerende eier i selskapet.”

Uttalelsen tyder på at det er hensynet til tilbyderen som må være avgjørende ved en tolkning av bestemmelsen. Poenget her må være å gi oppkjøperen den beskyttelse som bestemmelsen er ment å gi inntil det foreligger en avklaring i forhold hvem som sitter med kontrollen i selskapet. Restriksjonene på styrets disposisjoner må etter dette foreligge til tilbudsperioden er utløpt og inntil oppkjøperen er gitt en rimelig mulighet til å få oversikt over den eierposisjon han har ervervet.¹⁴⁹

4.4.3.6 Personelle vilkår

Pliktsubjektene etter vphl. § 6-17 er styret og daglig leder. Grunnen til at bestemmelsen retter seg mot disse er at formålet med den er å ivareta aksjeeiernes interesser. Som påpekt tidligere vil det i en oppkjøpssituasjon være fare for at styret og daglig leder vil handle uten å ivareta aksjeeiernes interesser, og begrensningene i bestemmelsen er i så måte ment å

¹⁴⁹ Verdipapirhandelloven 2002 s 387

sørge for at styret og daglig leder ikke har mulighet til å foreta disposisjoner i en oppkjøpssituasjon uten aksjeeierne gjennom generalforsamlingen får ta del i avgjørelsen.

Bestemmelsen legger imidlertid ikke begrensninger på styrets rett til å innkalle til generalforsamling for å få gjennomført et eventuelt forsvarstiltak.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Ibid.

5 Litteraturliste

5.1 Lover

Asal.	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. Juni 1997 nr. 45
Vphl.	Lov om verdipapirhandel av 29. Juni 2007 nr. 75
Børsl.	Lov om regulerte markeder av 27. Juni 2007 nr. 74
EØS-loven	Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) av 27. november 1992 nr. 109

5.2 Forskrifter

Børsforskriften	Forskrift om regulerte markeder av 29. Juni 2007 nr. 875
-----------------	--

5.3 Direktiver

Takeoverdirektivet	Direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud av 21. mars 2004
--------------------	--

5.4 Lovforarbeider

NOU 1991:25	Lånefinansierte selskapsoppkjøp
NOU 1992:29	Lov om aksjeselskaper
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 1996:3	Ny aksjelovgivning
NOU 2005:17	Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)
Ot.prp. nr. 19 (1974-75)	Om lov om aksjeselskaper
Ot.prp. nr. 23 (1996-97)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandellogen) og lov om regulerte markeder (børslogen)
Ot.prp. nr. 29 (1996-97)	Om lov om verdipapirhandel
Innst 1970	Om lov om aksjeselskaper

5.5 Rettspraksis

Rt. 2000 s 2033

Rt. 1995 s 1026

Rt. 1928 s 540

Rt. 1939 s 69

RG 1996 s 491

5.6 Trykket litteratur

Andenæs 2006	Andenæs, Mads Henry, <i>Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper</i> , 2. utg., Oslo, 2006 ISBN-13: 978-82-997439-0-7 ISBN-10: 82-997439-0-7
Andenæs 1998	Andenæs, Mads Henry, <i>Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper</i> , utg., Oslo 1998 ISBN: 82-91064-12-1
Bergo 2004	Bergo, Knut, <i>Børs og verdipapirrett</i> , 3. utg, Oslo: J.W. Cappelens Akademiske Forlag AS, 2008 ISBN: 978-82-02-27320-0
Boye 1998	Boye, Knut, Meyer, Christine, <i>Fusjoner og oppkjøp</i> , Bergen, Cappelen Akademiske Forlag AS, 1998 ISBN: 978-82-456-0556-3

- Bugge 2001 Bugge, Amund Fougner, *Forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp*, Tidsskrift for forretningsjus årgang 7, (2001) nr.4 s 411-430
- Greenberg 2009 Greenberg, Jessica Silver, *Hostile Takeovers Heating Up*, Businessweek November 09,
http://www.businessweek.com/investing/wall_street_news_blog/archives/2009/11/hostile_takeove.html
- Guldbrandsen 2008 Guldbrandsen, Espen, *Endringer i reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud*, Tidsskrift for Forretningsjus 2008 nr 4 s 257-292
- Hansen 2010 Hansen, Jesper lau, (et. al). *Rapport om implementering af direktivet om overtagelsestilbud i de nordiske lande*, Forum for Company Law and Financial Market Law (FOCOFIMA)
<http://jura.ku.dk/focofima/>
- Lund 2004 Lund, Frithjof, *Styremedlemmers uavhengighet: Allmennaksjelovens krav til styremedlemmers uavhengighet i lys av prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse*, Tidsskrift for Forretningsjus 2004 nr. 4 s 468-522.
- Matre 2000 Matre, Hugo, *Utbyttefinansiert aksjeerverv*, Lov og Rett 2000 s 165-174, s 166
- Norsk Anbefaling Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse, *Norsk Anbefaling – Eierstyring og selskapsledelse*, 2009
- Perland 2004 Perland, Olav Fr., *kapitalbeskyttelse for enhver pris?*, Tidsskrift for forretningsjus 2004 nr. 4 s.525-579

- Perland 2006 Perland, Olav Fredrik., *Inkorporering av takeover-direktivet i norsk rett*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (1): 97-106. 2006.
- Sandbekk 2002 Sandbekk, Håkon, *Misbruk av generalforsamlingens myndighet*, Tidsskrift for Forretningsjus 2002 nr. 3 s 438-473
- Smith 1988 Smith, Lucy, *Kampen på aksjemarkedet. En rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak*. Oslo, Universitetsforlaget, 1988
ISBN: 82-00-02667-1
- Sjåfjell 2009a Sjåfjell, Beate, *Kun til plunder og heft – Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerverv i den norske allmennaksjeloven §8-10*, NTS 2009:1-2 s.116-145.
- Sjåfjell 2009b Sjåfjell, Beate, *Towards a Sustainable European Company Law. A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with the Takeover Directive as a test Case*, Kluwer Law International 2009
ISBN: 978-90-411-2768-6
- Solem 2001 Solem, Erik, *Salg av "kronjuveler". En vurdering av enkelte begrensninger i styrets kompetanse til å avhende selskapets eiendeler som forsvarstiltak mpt fiendtlige oppkjøpsforsøk*, Tidsskrift for Forretningsjus årgang 7 (2001) nr. 4 s 452-488
- The Takeover Code The Takeover Code (eighth ed., 20 May 2006) Rule 3.1
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

- Truyen 2004a Truyen, Filip, *Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og ved utdeling*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 2004 s 580
- Truyen 2004b Truyen, Filip, *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*, Jussens Venner 2004 Nr 5 og 6 s 306-327
- Truyen 2005 Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS 2005
ISBN 10: 82-02-19902-6
ISBN 13: 978-82-02-19902-9
- Verdipapirhandelloven 2002 *Verdipapirhandelloven, kommentarutgave*
Bechmann, Tor, (et. al) Oslo, Universitetsforlaget 2002
ISBN: 82-15-00142-4
- Woxhoth 2009 Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 3. Utg., Oslo, Gyldendal Akademiske, 2010
ISBN: 978-82-05-40011-5
- Aarbakke 2004 *Aksjeloven og Allmennaksjeloven, Kommentarutgave*.
Aarbakke, Magnus (et. al) 2. utgave. Oslo:
Universitetsforlaget, 2004
ISBN: 82-15-00536-5
- Aarum 2002 Aarum, Kristin Normann, *Prospektansvaret - behov for nytenkning?*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 2002 nr. 01-02 s 239.

